

**INFORME DE ESTABILIDAD
FINANCIERA**

11/2015

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



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

© Banco de España, Madrid, 2015

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS (*)

€:	Euro(s)
AAPP:	Administraciones Públicas
AFDV:	Activos financieros disponibles para la venta
AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
APR:	Activos ponderados por riesgo
ASR:	Activos en suspenso regularizados
AT:	Activos totales
ATM:	Activos totales medios
BCBS:	Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	Bank for International Settlements (Banco de Pagos Internacionales)
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CBE:	Circular del Banco de España
CDO:	<i>Collateralized Debt Obligation</i> (obligación de deuda garantizada)
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i> (permuta de incumplimiento crediticio)
CEIOPS:	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CLO:	<i>Collateralized Loan Obligation</i> (obligación con garantía prendaria)
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CRR:	<i>Capital requirements regulation</i> (Reglamento de requerimientos de capital)
DGSyFP:	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DI:	Datos de los estados individuales
EBA:	European Banking Authority (Autoridad Bancaria Europea)
EC:	Entidades de crédito
ED:	Entidades de depósito
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos financieros de crédito
ESRB:	European Systemic Risk Board (Junta Europea de Riesgo Sistémico)
FASB:	Financial Accounting Standards Board
FIM:	Fondos de inversión inmobiliaria
FMI:	Fondo Monetario Internacional
FMM:	Fondos del mercado monetario
FSA:	Financial Services Authority
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
FTA:	Fondos de titulización de activos
FTH:	Fondos de titulización hipotecaria
IAS:	<i>International Accounting Standards</i>
IASB:	International Accounting Standards Board
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	<i>Informe de Estabilidad Financiera</i>
IFRS:	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
INE:	Instituto Nacional de Estadística
IRB:	<i>Internal ratings based approach</i> (enfoque basado en calificaciones internas)
ISDA:	International Swaps and Derivatives Association
ISFLSH:	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
LGD:	<i>Lost Given Default</i> (pérdida en caso de impago)
LTV:	<i>Loan to value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
m:	Millones
ME:	Margen de explotación
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MI:	Margen de intermediación
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones
MO:	Margen ordinario
MUS:	Mecanismo Único de Supervisión
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OMC:	Organización Mundial del Comercio

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

OTC:	<i>Over the counter</i> (mercados no regulados)
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (probabilidad de impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i> (relación entre el precio o valor y los beneficios)
PIB:	Producto interior bruto
pp:	Puntos porcentuales
RBD:	Renta bruta disponible
RDL:	Real Decreto Ley
ROA:	<i>Return on Assets</i> (rentabilidad del activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (rentabilidad de los recursos propios)
SA:	<i>Standardised approach</i> (enfoque estándar)
SIMCAV:	Sociedad de inversión mobiliaria de capital variable
SPV:	<i>Special Purpose Vehicle</i> (sociedad instrumental)
TARP:	<i>Trouble Assets Relief Program</i> (Programa del Gobierno de Estados Unidos de compra de activos)
T. Var.:	Tasa de variación
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor añadido bruto
VABpm:	Valor añadido bruto a precios de mercado
VaR:	<i>Value at Risk</i> (valor en riesgo)

ÍNDICE

RESUMEN 11

1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS	1.1 Entorno exterior del área del euro	17
	1.2 El área del euro	22
	1.3 La economía española	24
		17
2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA	2.1 Evolución de los riesgos bancarios	27
	2.2 Rentabilidad	43
	2.3 Solvencia	49
		27
3 OTROS ASUNTOS. ACTIVOS FISCALES DIFERIDOS		53

RESUMEN

1 Rasgos principales

Los mercados financieros internacionales se enfrentan a un entorno de divergencias de política monetaria y de mayor incertidumbre sobre el crecimiento global, con un aumento progresivo de la volatilidad. El escenario en el que se desenvuelve la economía mundial se caracteriza por una moderada recuperación de la actividad en las regiones avanzadas y por la prolongación de la senda de desaceleración de las economías emergentes. Las dudas sobre la evolución de la economía de China, que afectó a los mercados bursátiles con aumentos de la volatilidad y fuertes retrocesos en las cotizaciones, la incertidumbre sobre el posible inicio de las subidas de tipos de interés en EEUU, la caída en el precio de las materias primas y los niveles reducidos de inflación y de crecimiento nominal en las economías avanzadas y, en particular, en la zona del euro lo que conlleva unos tipos de interés muy reducidos, configuran el contexto internacional en el que desarrollan su actividad las entidades de depósito españolas.

En este escenario el crédito al sector privado residente en España se redujo un 4,5 % en tasa interanual en junio de 2015, con lo que continúa la moderación en su tasa de caída. Este menor descenso es debido, fundamentalmente, al crédito a empresas no financieras, que registró un menor descenso, tanto el concedido a actividades inmobiliarias y de construcción como al resto de sectores. Por su parte, los activos dudosos continuaron con su descenso, y desde principios de 2014 registran variaciones intermensuales negativas de forma ininterrumpida. Esta disminución es generalizada entre hogares y empresas no financieras. El descenso sustancial de los activos dudosos se traduce en la mejora de la ratio de dudosos, que se situó en el 11,2 % en agosto de 2015. Esta reducción de la morosidad es generalizada por sectores y por finalidad del crédito.

El resultado consolidado total de las entidades de depósito españolas ha aumentado en la primera mitad de 2015 respecto al año anterior, hasta situarse el ROE en el 9,2 %. La mejora se produce tanto por un aumento del margen de intereses como por un descenso de las provisiones por deterioro de activos. No obstante, la mayor parte de esta mejora se debe principalmente a los negocios en el extranjero, ya que la rentabilidad de la actividad en España se ve presionada por diversos factores: los bajos tipos de interés en la zona del euro, el todavía reducido dinamismo de la actividad bancaria y los aún elevados volúmenes de activos dudosos. Estos factores explican que la rentabilidad del negocio doméstico se mantenga muy por debajo de la media histórica, aunque en línea con la de otros países de nuestro entorno.

En cuanto a la solvencia de las entidades, la ratio de capital de máxima calidad, el capital ordinario de nivel 1 (CET1), ha aumentado en el último año y se sitúa en junio de 2015 en el 12,4 %, cerca de un punto porcentual superior a la alcanzada doce meses antes.

De este modo, el sector bancario español ha continuado aumentando su capacidad de resistencia a perturbaciones de distinta índole. Con todo, siguiendo la práctica habitual en otros informes de estabilidad financiera, en este se presta atención especial a posibles desarrollos económicos o financieros que podrían tener un efecto adverso sobre la estabilidad del sistema bancario español.

2 Factores de riesgo

En concreto, a lo largo de este Informe de Estabilidad Financiera (IEF) se identifican tres factores de riesgo principales (véase cuadro 1). El primero de ellos afecta de forma directa a la cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas. Los otros dos, de manera más indirecta, pueden tener un impacto sobre la posición financiera de los bancos españoles. En

1	Baja rentabilidad en el negocio bancario en España, en un entorno de tipos de interés muy bajos, que puede perdurar en el tiempo, junto a un dinamismo de la actividad bancaria todavía reducido y con un nivel de activos dudosos elevado, aunque a la baja.
2	Intensificación del ritmo de desaceleración de las economías emergentes, en particular donde los bancos españoles tienen parte de su exposición en el extranjero.
3	Corrección de los precios de los activos financieros, con aumentos de la prima de riesgo, tanto de la deuda pública como de los valores privados.

FUENTE: Banco de España.

a La graduación de colores del cuadro debe entenderse de la siguiente manera: el color verde indica una situación de ausencia de riesgo, el amarillo indica riesgo bajo, el naranja riesgo medio y el rojo riesgo alto. El horizonte temporal para el que se definen los anteriores riesgos queda establecido por la frecuencia del IEF, esto es, tiene una vigencia semestral.

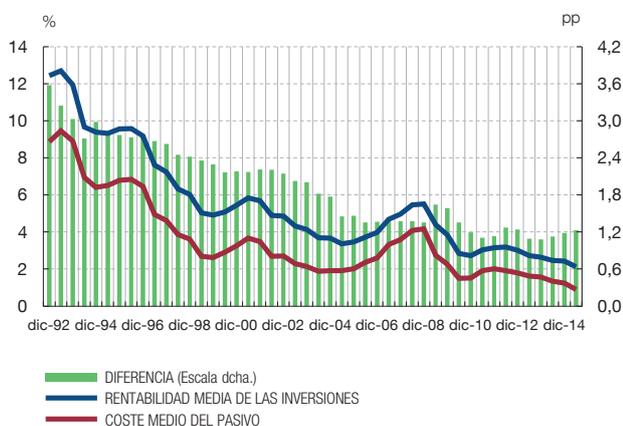
las circunstancias actuales, el primer riesgo es de intensidad media (color naranja), mientras que los dos siguientes son riesgos de intensidad baja (color amarillo). Estos riesgos son compartidos además, con diferente grado de intensidad, por los otros sistemas bancarios de nuestro entorno y, en particular, por los pertenecientes al Mecanismo Único de Supervisión (MUS).

2.1 BAJA RENTABILIDAD DEL NEGOCIO BANCARIO EN ESPAÑA.

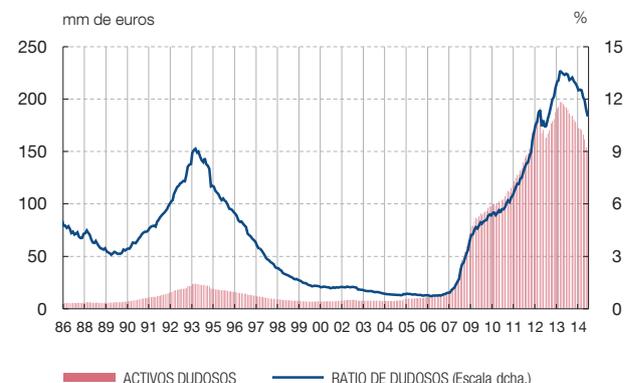
El entorno de bajos tipos de interés, en respuesta a una tasa de inflación en la zona del euro inferior al objetivo del BCE, está sometiéndolo al margen de intereses de la cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas en sus negocios en España a una presión significativa, como se observa en el gráfico A, donde puede verse que el diferencial de tipos (diferencia entre los tipos de activo y de pasivo) se encuentra en niveles históricamente muy bajos, cercanos al 1%. Aún cuando en los últimos trimestres se ha observado una cierta mejora en el margen, la sostenibilidad en el tiempo del margen de intereses en situaciones como la actual, donde existe un diferencial de tipos tan reducido, depende en buena medida de la existencia de un nivel de actividad lo suficientemente elevado que permita compensar (vía cantidades) la escasa aportación a la cuenta de resultados que se produce vía precios. Esto aún no sucede, ya que se sigue observando un descenso en el volumen total del crédito y de los depósitos bancarios, las dos partidas más importantes del balance.

Un elemento que introduce presión adicional a la baja sobre la rentabilidad del negocio bancario en España es el alto volumen relativo de activos dudosos y adjudicados en los balances de las entidades. El gráfico B refleja que el máximo histórico alcanzado tanto en la ratio de

A DIFERENCIA ENTRE LA RENTABILIDAD MEDIA DE LAS INVERSIONES Y EL COSTE MEDIO DEL PASIVO
Negocios en España, DI.



B ACTIVOS DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

dudosos como en el volumen absoluto de activos dudosos del crédito al sector privado residente se produjo a finales de 2013 habiéndose iniciado desde entonces una tendencia descendente.

El riesgo relativo a la evolución de la rentabilidad se ve mitigado por la caída continuada que se viene produciendo desde 2013 en el volumen de provisiones por riesgo de crédito que dotan las entidades, en línea con el cambio de tendencia en la morosidad, como resultado de la recuperación de la actividad económica en España. Asimismo, la contención de los costes contribuye a contrarrestar los elementos de presión que soporta la cuenta de resultados del negocio en España.

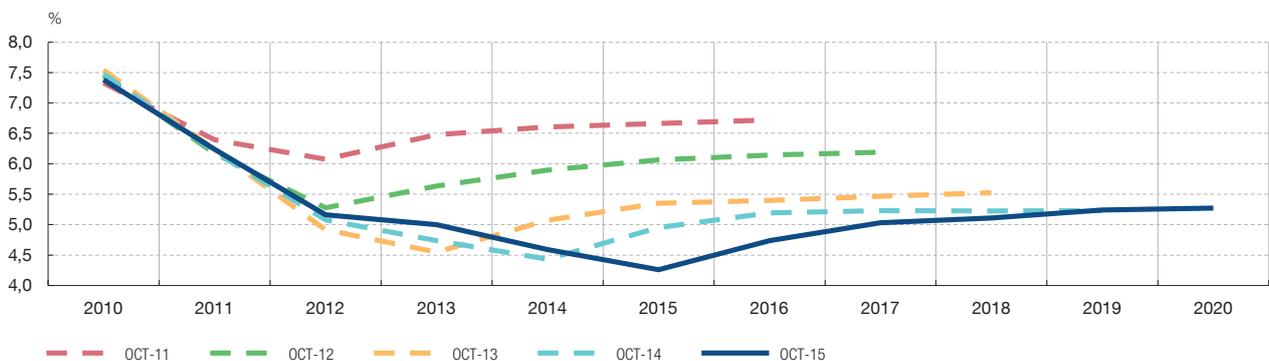
El sector bancario español ha dejado atrás las pérdidas muy elevadas de 2012 y ha vuelto a registrar niveles positivos y crecientes de ROE en el negocio en España (en torno al 5 % en junio de 2015), si bien el mantenimiento de unos niveles de ROE en el tiempo por debajo del coste del capital, supone un reto para las entidades españolas, como lo es también para el conjunto del sistema bancario europeo. En estas condiciones, las entidades deberán ajustar su modelo de negocio y, cuando sea preciso, su estrategia corporativa, con objeto de adecuar su organización y estructura a un entorno económico y regulatorio muy exigente.

2.2 INTENSIFICACIÓN DEL RITMO DE DESACELERACIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES.

Las economías emergentes han experimentado en los últimos años una paulatina ralentización que, aún con diferencias de intensidad en las distintas regiones, ha revestido un carácter bastante generalizado (véase gráfico C). Esta evolución ha respondido no solo a factores coyunturales sino también a diversas tendencias: principalmente, el menor crecimiento de la productividad y una demografía menos favorable, que, al menos en parte, son de naturaleza estructural. Por su creciente peso en la economía mundial, resulta especialmente relevante la desaceleración de la economía china, inmersa en una transición hacia un nuevo patrón de crecimiento que, previsiblemente, conducirá a menores tasas de crecimiento pero más sostenibles en el tiempo. Las recientes turbulencias originadas en las bolsas chinas ponen de manifiesto que este proceso de reequilibrio no está exento de riesgos y puede comportar, al menos transitoriamente, ritmos de avance de la actividad inferiores a los anticipados.

Además, cabe esperar que las economías emergentes se vean afectadas por el mantenimiento, posiblemente por un periodo prolongado, de bajos precios de las materias primas (en el caso de las productoras) y, más en el corto plazo, por el posible tensionamiento de

C EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL FMI 2011-2015 SOBRE PAÍSES EMERGENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

las condiciones financieras globales, que acentuará la complejidad del ajuste de aquellas que habían experimentado una fuerte expansión del crédito y la inversión en la fase alcista del ciclo. Además, existen elementos idiosincrásicos en algunas de las principales economías emergentes (como Brasil y Turquía), que apuntarían en el mismo sentido. América Latina es especialmente sensible a estos desarrollos, por sus vínculos comerciales con China, por la relevancia de sus exportaciones de materias primas y por su dependencia de la financiación externa.

En general, la posible intensificación de la ralentización de las economías emergentes supone un riesgo significativo para la economía global, especialmente si esta perturbación viene acompañada de correcciones en los precios de los activos financieros. Los posibles efectos sobre la economía española se producirían tanto a través del canal comercial y la confianza de los inversores, como a través de las exposiciones de las empresas financieras y no financieras españolas con las economías más afectadas.

Con todo, el impacto del debilitamiento de las economías emergentes no ha tenido hasta el momento un impacto significativo sobre los resultados de las entidades españolas con presencia en las mismas.

2.3 CORRECCIÓN DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS.

La evolución futura de los precios negociados en los mercados financieros nacionales e internacionales está sujeta a algunos riesgos ligados a perturbaciones de distinta naturaleza. A nivel internacional, se identifican actualmente dos escenarios que podrían actuar como detonante de una eventual corrección de las valoraciones. En primer lugar, una evolución más desfavorable de lo previsto de las perspectivas de crecimiento mundial y una mayor incertidumbre sobre las mismas podría elevar la aversión al riesgo de los agentes, lo que se traduciría en un incremento de las primas por riesgo, tanto de crédito como de mercado. La probabilidad de que se materialice este escenario ha aumentado recientemente como pone de manifiesto el repunte de la volatilidad en las bolsas internacionales en el contexto de las dudas sobre el alcance de la desaceleración de las economías emergentes. En segundo lugar, un cambio en el curso de la estrategia de normalización de la política monetaria en EEUU, en la medida en la que no esté suficientemente anticipado por los mercados, podría desencadenar un repunte de la volatilidad y un incremento en las primas por plazo implícitas en las rentabilidades de la deuda a largo plazo (véanse gráficos D y E). Sin embargo, en principio, cabría esperar un efecto menos adverso de esta perturbación para la estabilidad financiera en comparación con el escenario anterior si los cambios no vienen acompañados de un deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial.

D PRIMA DE PLAZO Y TIPOS DE INTERÉS DE EEUU



E DIFERENCIAL BONOS BANCARIOS (a) PROMEDIO A-AAA



FUENTES: Datastream y Reserva Federal de Nueva York.

a Diferencial calculado con la curva cupón cero del Tesoro (EEUU) y los *Asset swaps* (Zona del euro y Reino Unido).

Alternativamente, la corrección de los precios en los mercados financieros podría tener su origen en una posible reaparición de las tensiones dentro del área del euro, si bien los avances en el diseño institucional de la UEM durante los últimos años aumentan el rango de instrumentos disponibles para afrontar escenarios de tensiones en los mercados financieros y reducen el posible alcance de los mismos, como ilustra la experiencia de la crisis griega durante el pasado verano. Además, tras el acuerdo alcanzado en julio entre Grecia y sus acreedores, el riesgo de tensiones financieras en la UEM se ha reducido.

Por último, la corrección de las valoraciones en los mercados financieros también podría tener un origen interno y estar asociada a una pérdida de confianza de los inversores en la capacidad de la economía española para completar los ajustes pendientes como consecuencia, por ejemplo, de la percepción de un agotamiento del proceso de reformas o de avances insuficientes en la senda de restablecimiento de los principales equilibrios macro-financieros y fiscales.

La eventual materialización de alguno de estos escenarios podría tener repercusiones significativas para la economía española y para la estabilidad financiera. Por un lado, una corrección abrupta de las valoraciones vigentes en los mercados podría generar pérdidas en la cartera de inversión de las entidades de crédito y de otros intermediarios, pero sobre todo podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación, en un contexto en el que la mejoría de estas condiciones ha venido contribuyendo de forma importante a la recuperación económica en marcha y en el que los sectores público y privado mantienen todavía niveles de endeudamiento agregados elevados y presentan, por tanto, unas cuantiosas necesidades de refinanciación. Para minimizar el alcance de estos riesgos, y reducir su probabilidad de ocurrencia en el caso de los que tengan un origen interno, es imprescindible seguir avanzando en el esfuerzo de mejora del funcionamiento estructural de la economía española y asegurar el cumplimiento previsto de la senda de consolidación fiscal.

Los tres riesgos anteriormente señalados se desarrollan con mayor detalle a lo largo de este Informe. En cualquier caso, dada la satisfactoria situación de solvencia que, con carácter general, mantienen las entidades españolas tras el incremento registrado en sus ratios de capital en los últimos años, el sector se encuentra en una posición adecuada para hacer frente a los retos señalados y no se espera, por tanto, que los riesgos descritos tengan una incidencia inmediata significativa en la situación de las entidades de depósito españolas.

3 Otros asuntos

En el Capítulo 3 se presenta el tratamiento de los activos fiscales diferidos bajo la actual normativa fiscal y de solvencia bancaria. Asimismo se describen los cambios legislativos recientemente introducidos con el objetivo de despejar cualquier posible incertidumbre sobre la compatibilidad entre las normas españolas y el marco jurídico europeo en materia de ayudas de Estado.

1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS

1.1 Entorno exterior del área del euro

Los mercados financieros internacionales reflejaron un aumento de la incertidumbre...

Desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera, en mayo de este año, los mercados financieros internacionales han venido reflejando un escenario de mayor incertidumbre, ligada inicialmente al proceso de negociación entre Grecia y sus acreedores y, posteriormente, a la evolución de los mercados emergentes. Este último factor de riesgo se intensificó en el mes de agosto, a raíz de las crecientes dudas sobre la economía de China, lo que provocó aumentos de la volatilidad y fuertes retrocesos de las cotizaciones de los mercados de renta variable. En los mercados no bursátiles continuó observándose un nivel de volatilidad mayor que en el pasado, pero sin repuntes de la magnitud registrada en las bolsas. En este contexto, los mercados financieros parecen estar adaptándose a un entorno en el que se prevé que aumenten las divergencias en el tono de la política monetaria de algunos de los principales bancos centrales y en el que las dudas sobre el crecimiento global se acentúan, con un aumento progresivo de la volatilidad y un menor apetito por el riesgo. La incertidumbre acerca del inicio del proceso de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal estadounidense también estaría contribuyendo a este clima.

... que fue mayor en los mercados emergentes,...

En los mercados emergentes, el nivel de incertidumbre aumentó en mayor medida y de forma más generalizada, ya que las repercusiones de la evolución de la economía china son más inmediatas y el efecto que pueda tener el eventual aumento de tipos de interés en EEUU, más acusado. Por otra parte, la apreciación del dólar tiende a encarecer el servicio de la deuda y la refinanciación de las empresas de aquellos países que se han financiado en esta moneda.

... en un entorno de débil crecimiento económico mundial...

El escenario macroeconómico en el que se desenvuelve la economía mundial en estos momentos se caracteriza por una recuperación moderada de la actividad en las principales regiones avanzadas —que es todavía débil en algunos casos, como los del área del euro o Japón— y por la prolongación de la senda de desaceleración de las economías emergentes. A esto último están contribuyendo diversos factores, algunos de carácter estructural, así como la prolongada reducción de los precios de las materias primas, que está afectando intensamente a la actividad de los países exportadores de estos productos.

...y reducidas tasas de inflación tanto en las economías avanzadas como en las emergentes

La inflación en las economías avanzadas ha continuado disminuyendo, situándose en niveles muy reducidos y, en general, claramente por debajo de los objetivos de medio plazo de los bancos centrales. El ritmo de avance de los precios también se ha mantenido en niveles reducidos en buena parte de las economías emergentes —sobre todo, en Asia y Europa—, si bien en otros casos, como América Latina, Rusia y Turquía, ha mostrado una elevada resistencia a la baja, en parte como resultado de la depreciación de sus monedas. Es importante destacar que el margen disponible para las políticas macroeconómicas en estas economías para afrontar un entorno más desfavorable es más reducido que en episodios anteriores.

El escenario central contempla un mantenimiento de las tendencias recientes...

De cara a los próximos trimestres, el escenario central contempla un mantenimiento de las tendencias recientes, con un aumento apreciable del nivel general de incertidumbre. Para el conjunto de las economías avanzadas, se espera un aumento modesto del crecimiento, favorecido por los bajos precios de las materias primas —de las que este grupo de países son importadores netos— y unas condiciones de financiación favorables. En el caso de las economías emergentes, existe una mayor heterogeneidad en las proyecciones, pero dentro de un patrón general de debilitamiento sobre el que incidirán, especialmente, la desaceleración de la economía china, el mantenimiento de bajos precios de las materias

primas y el incipiente tensionamiento de las condiciones financieras globales. Este último factor podría complicar el proceso de ajuste de aquellas economías en las que más crecieron el crédito y la inversión en la anterior fase alcista del ciclo.

... y los principales riesgos se refieren a la desaceleración de las economías emergentes y a una posible corrección de los precios de los activos financieros

Los principales riesgos sobre este escenario central para la economía y los mercados financieros internacionales son de dos tipos. El primero está referido al alcance que pueda tener la desaceleración de las economías emergentes, que parece haberse intensificado en los últimos meses. El segundo está relacionado con una posible corrección abrupta de los precios de los activos financieros. Estos riesgos, que se analizan en detalle a continuación, no son excluyentes entre sí, no pudiendo descartarse un escenario en el que ambos se materialicen conjuntamente.

La desaceleración de las economías emergentes podría ser más intensa de lo anticipado en el escenario central...

Un rasgo común que comparten un buen número de economías emergentes es la progresiva desaceleración de su actividad económica en los últimos años, habiéndose reducido significativamente el diferencial positivo de crecimiento que mantenían con las economías avanzadas. Con carácter general, el ritmo de crecimiento en este grupo de países es cada vez menor y las proyecciones se rebajan sucesivamente en cada nuevo ejercicio de previsión (véase gráfico E del Resumen). Esta corrección no es puramente coyuntural, ya que las estimaciones de crecimiento potencial también sugieren un menor dinamismo que, en conjunto, se asocia con un menor avance de la productividad y con la aparición, más incipiente, de problemas demográficos, así como con ciertos elementos idiosincráticos en algunos casos. Estos factores están comenzando a incidir en el ánimo de los inversores internacionales y en la valoración de analistas y agencias de calificación, lo cual puede acabar afectando a los flujos de capitales hacia estas economías.

... en especial por la pérdida de dinamismo de la economía china

Por su creciente peso y su impacto en la economía mundial, resulta especialmente relevante la pérdida de dinamismo de la economía china, inmersa en una transición hacia un modelo de crecimiento más orientado hacia el consumo y que, previsiblemente, conducirá a menores tasas de crecimiento pero más sostenibles en el tiempo (véase Recuadro 1.1). Las recientes tensiones originadas en las bolsas chinas ponen de manifiesto que este proceso de reequilibrio, que requiere de la implementación de numerosas reformas, incluyendo una transición hacia mayores cotas de liberalización financiera, no está exento de riesgos. En efecto, no puede descartarse que, al menos transitoriamente, este proceso de lugar a ritmos de avance de la actividad inferiores a lo esperado, lo que incidiría sobre el crecimiento global y, en particular, sobre el de otras economías emergentes.

LOS RIESGOS ASOCIADOS A LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN CHINA

RECUADRO 1.1

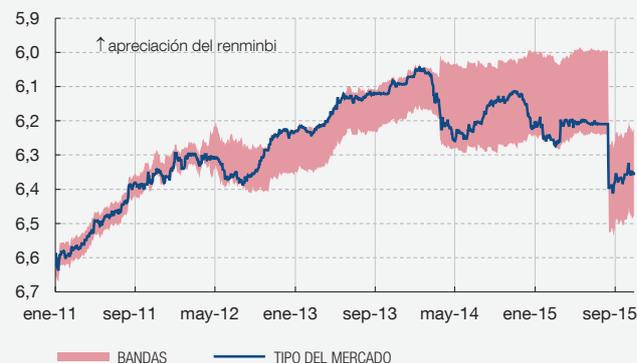
La economía china está inmersa en un proceso de reequilibrio cuyo objetivo es mantener la convergencia en los niveles de vida, pero garantizando la sostenibilidad de la misma. Este proceso persigue que la inversión, elevada pero con baja productividad, y las exportaciones pierdan peso en favor del consumo. Esto requiere, a su vez, la implementación de reformas estructurales, que tienen efectos inciertos en el corto plazo, especialmente cuando se introducen en un contexto de desaceleración de la actividad, con niveles de endeudamiento significativos en las empresas y con excesos de capacidad en ciertos sectores.

Una de las piezas claves de este proceso es la reforma financiera, que pretende otorgar más relevancia al mercado. En este contexto, entre noviembre de 2014 y junio de 2015 se adoptaron varias medidas para facilitar la apertura de los mercados bursátiles a un mayor número de inversores sobre todo internos pero también externos con la conexión entre las bolsas de Hong Kong y Shanghai. Como consecuencia de este proceso el índice de la bolsa de Shanghai aumentó enormemente (véase gráfico A), ofreciendo indicios claros de sobrevaloración. Esto llevó a una primera reacción de las autoridades, en el mes de abril anunciando el endurecimiento de la

A ÍNDICE SHANGHAI COMPOSITE



B TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTES: CEIC y Datastream.

regulación para el préstamo de valores, que estaba jugando un papel fundamental en la fase alcista. Esta reacción generó una revisión de las expectativas sobre la evolución de las cotizaciones y propició un descenso rápido de las mismas que se fue intensificando a lo largo de junio e inicios de julio. De nuevo, las autoridades intervinieron, esta vez para frenar las caídas. La contundencia de su actuación, que incluyó no solo recortes de los tipos de interés de referencia y de los coeficientes de caja, sino compras directas en el mercado bursátil, financiación extraordinaria para los brokers y limitaciones diversas a las ventas de acciones, provocó dudas sobre la capacidad de actuación de las autoridades y el alcance de la ralentización económica de China. Posteriormente, a mediados de agosto, en el contexto de una fuerte caída de las exportaciones, el banco central chino modificó el sistema por el que fija la paridad central frente al dólar estadounidense (véase gráfico B), lo que se tradujo en una devaluación del renminbi del 3%. Esto, junto con una secuencia de datos peores de lo esperado, reavivó la incertidumbre y motivó otra severa corrección de la bolsa, que en esta ocasión ya supuso un contagio internacional, y provocó una nueva intervención de las autoridades. Más adelante, en octubre, han recortado nuevamente los tipos de interés de referencia y el coeficiente de caja, y han proseguido con la reforma financiera liberalizando los tipos de depósito.

Un menor crecimiento de la economía china se transmite a la economía global a través de tres posibles canales directos: el comercial, el de los precios de las materias primas y el financiero directo. En cuanto al canal comercial, el resto de Asia y Oceanía son las regiones más expuestas. América Latina también presenta una exposición significativa por esta vía, ya que China es el principal importador de materias primas, pero es más importante el impacto a través de la re-

ducción de los precios de estos productos, que puede venir acompañado de un aumento de los desequilibrios exterior y presupuestario y reducir la inversión extranjera. Dentro del área del euro, Alemania, Francia, Italia y Holanda son los principales socios comerciales de China, mientras que las exportaciones directas desde España representan menos del 1,5% del total, aunque posiblemente la exposición española a través de terceros países en la eurozona sea más elevada. El canal financiero directo es bastante limitado dado que los mercados financieros en China permanecen relativamente cerrados y las posiciones bancarias transfronterizas, a pesar de ser relativamente elevadas según las estadísticas del BIS, suponen un porcentaje pequeño del total para las economías avanzadas con mayor exposición (Reino Unido 12%, Japón 5% y Estados Unidos 4%). La exposición española es de 10 mm de dólares (inferior al 1% del total).

Las estimaciones disponibles apuntan a que una desaceleración gradual y moderada de la economía china, como la contemplada en el escenario central, tendría efectos limitados a través del canal comercial (más acusados sobre las economías asiáticas) y del que opera a través de los precios de la materias primas (en este caso, sería más pronunciado sobre los exportadores de estos productos) y un impacto financiero directo muy reducido¹. No obstante, si la desaceleración de la economía china es mayor de lo anticipado y persistente, los canales financieros indirectos, principalmente el contagio a través de una mayor aversión al riesgo, o el deterioro de la confianza, podrían alcanzar mayor relevancia.

1 Véase, por ejemplo, Banco de España (2015): «Transmisión internacional del reequilibrio económico de China», recuadro 2 en Informe Trimestral de la Economía Española, Boletín Económico del Banco de España, septiembre.

Las debilidades internas de las economías de América Latina se han puesto de manifiesto por las recientes perturbaciones externas

En este contexto, de desaceleración de China y descensos en los precios de las materias primas, la actividad económica en América Latina viene registrando desde 2011 una marcada desaceleración, tras una década de bonanza. Estas perturbaciones externas han puesto de manifiesto las debilidades internas de las economías de la región. Algunas de ellas se enfrentan a una situación delicada de recesión e inflación elevada, con escaso margen para las políticas económicas.

Las perspectivas para Brasil, apuntan a una significativa contracción de la actividad en 2015

Este es el caso de Brasil, donde la debilidad cíclica se ha intensificado como consecuencia de la necesidad de aplicar políticas de ajuste macroeconómico que corrijan los desequilibrios acumulados durante el ciclo alcista, particularmente, el déficit público, el déficit exterior y la inflación. Las perspectivas para este país apuntan a una significativa contracción de la actividad en lo que queda de 2015, en un contexto de ajuste fiscal, complicado por las tensiones políticas (que ya han provocado el recorte de la calificación crediticia por parte de una agencia por debajo del grado de inversión), el endurecimiento de la política monetaria, y un entorno internacional poco favorable, que incluye un tensionamiento de las condiciones de financiación internacional. El tipo de cambio, que acumula una depreciación del 50% en términos efectivos reales desde 2011, está funcionando como primer mecanismo de ajuste, si bien su efecto corrector sobre el déficit corriente es todavía limitado y, en cambio, está poniendo cierta presión sobre la tasa de inflación. En el próximo año, cabe esperar un mayor efecto de la depreciación de la moneda sobre la demanda externa y una mejora del consumo privado, derivada de la reducción de la inflación, que suavizarán la caída de la actividad. En el medio plazo, cabe esperar que el ajuste macroeconómico en marcha termine restableciendo los equilibrios de la economía brasileña, si bien todas las previsiones sugieren un ajuste adicional de la actividad en 2016. En cualquier caso, el país cuenta también con fortalezas importantes, como un elevado nivel de reservas internacionales, un marco adecuado de políticas macroeconómicas y una situación saneada del sistema bancario, que registra niveles elevados de solvencia, liquidez y rentabilidad, y una baja morosidad.

El efecto de las perturbaciones externas se extiende a otras economías emergentes como Turquía, donde a la fragilidad económica se suman las tensiones políticas

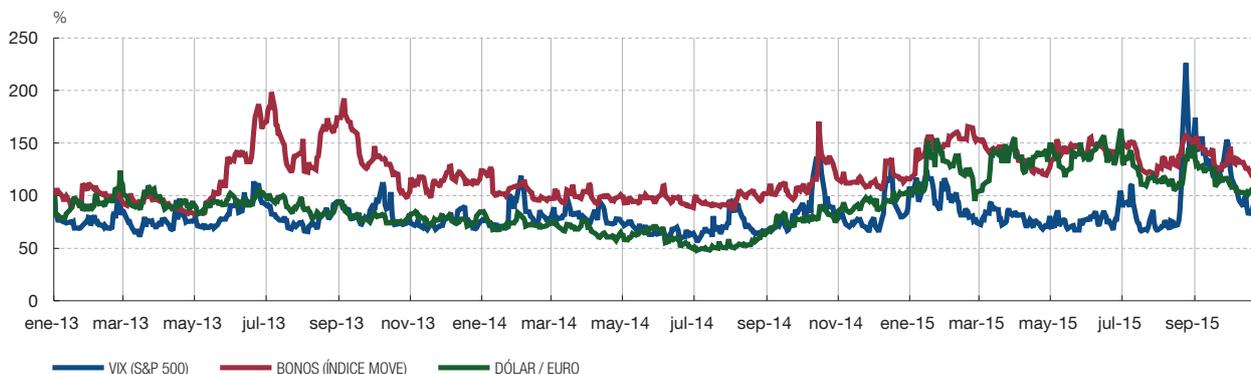
El efecto de las perturbaciones externas no se limita a Latinoamérica, sino que se extiende a otras economías emergentes que presentan algún tipo de vulnerabilidad. Este es el caso de Turquía, donde a la fragilidad económica se suman las tensiones en el ámbito político. En el plano económico, su déficit por cuenta corriente ha sido elevado en los últimos años (del 5,8% del PIB en 2014), lo que ha llevado a un significativo aumento de su deuda externa. La financiación exterior consiste, en buena parte, en flujos de capital a corto plazo, que le hacen especialmente sensible a una posible reversión de dichos flujos, a una elevación de los costes de financiación, o a una depreciación excesiva de la lira. Esa financiación externa se canaliza a través del sistema bancario turco que, por tanto, presenta un riesgo de crédito elevado, derivado de la exposición en divisas de las empresas no financieras. Con todo, las ratios de solvencia y rentabilidad del sistema bancario son sólidas, los niveles de impagos reducidos, y la situación de las finanzas públicas muy saneada.

Los mercados financieros registraron repuntes puntuales ...

Durante los últimos meses se viene observando un repunte en la volatilidad de los principales mercados financieros. Tal y como puede observarse en el gráfico 1.1, desde finales

VOLATILIDADES IMPLÍCITAS

GRÁFICO 1.1



FUENTE: Datastream.

...y frecuentes de volatilidad

de 2014 se ha incrementado de modo paulatino la volatilidad de los tipos de cambio, pero la incertidumbre también se ha trasladado a los mercados de bonos, con un ligero y progresivo repunte en la volatilidad implícita en los mercados de deuda pública de EEUU a distintos vencimientos. Más recientemente, a partir de agosto de 2015, se ha producido un fuerte aumento en la volatilidad en los índices de renta variable.

En este contexto, no pueden descartarse ajustes de mayor envergadura en los precios de los activos financieros

En este contexto, no pueden descartarse ajustes de mayor envergadura y duración en los precios de los activos financieros, que pueden verse amplificadas ante posibles problemas de liquidez en los mercados secundarios. Esto podría acabar impactando en las cuentas de resultados de las entidades financieras y en su coste de financiación, con implicaciones desfavorables para las decisiones de gasto e inversión de familias y empresas no financieras.

El aumento reciente de la volatilidad responde a diversos factores como la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento global, las expectativas sobre la política monetaria en EEUU o la situación de la economía china...

El aumento reciente de la volatilidad parece responder a las dudas sobre la capacidad de implementar de manera gradual el cambio en las condiciones monetarias en algunos países, en particular EEUU, y a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento global, factores que podrían acabar desencadenando episodios de corrección en los precios de los activos. En todo caso, las oscilaciones serán más o menos bruscas dependiendo de las características de los mercados. En aquellos en los que existe menor nivel de liquidez (como el de renta fija corporativa), o con restricciones operativas (como es el caso de algunas de las bolsas de valores en China), los repuntes de volatilidad ante sorpresas adversas pueden ser de mayor intensidad que antes de la crisis. Por su parte, también podrían producirse ajustes al alza en las primas de riesgo de crédito de algunos instrumentos que ahora se cotizan en niveles reducidos, como es el caso de la deuda corporativa (véase gráfico 1.2.A para EEUU), o de las primas de plazo implícitas en las rentabilidades de la deuda pública de las principales economías desarrolladas (véase gráfico D del Resumen, para EEUU). Por otro lado, los mercados de renta variable también reflejan esta mayor incertidumbre, como evidencia la corrección severa que sufrieron los principales índices bursátiles en agosto y septiembre tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (véase gráfico 1.2 B).

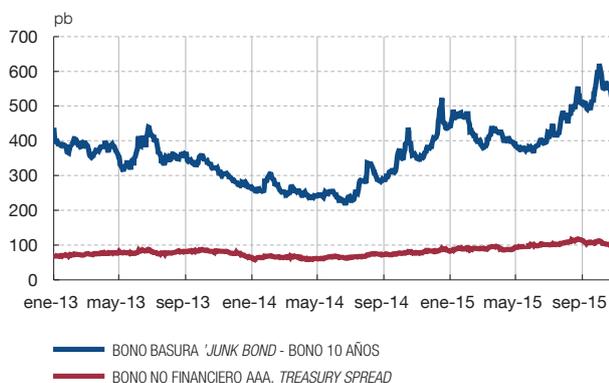
...que también afectan a los mercados internacionales de financiación bancaria

Los mercados internacionales de financiación bancaria no son ajenos a estas circunstancias. En el gráfico E del Resumen puede observarse como, tras varios años de descenso, los diferenciales de la deuda bancaria han registrado un aumento gradual y generalizado desde verano de 2014, que en el caso de Estados Unidos ha tenido mayor intensidad. El

ÍNDICES BURSÁTILES Y DIFERENCIALES DE TIPOS EN EEUU

GRÁFICO 1.2

A DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS EN EEUU



B EVOLUCIÓN ÍNDICES BURSÁTILES



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

mayor repunte del diferencial en este país podría obedecer a factores idiosincrásicos, como el efecto de las sanciones y multas por distintos casos de fraude, o la ralentización de los beneficios en las actividades de banca de inversión. En cualquier caso, no puede descartarse que en el actual contexto de mayor aversión al riesgo también se registren correcciones significativas en estos mercados.

1.2 El área del euro

En el área del euro se registraron igualmente algunos episodios de tensión en los mercados financieros que fueron más intensos y duraderos en el caso de las bolsas

La evolución de los mercados financieros de la UEM en el tramo final del segundo trimestre del año vino marcada por la difícil negociación del acuerdo para la concesión de un tercer paquete de apoyo a Grecia. Este episodio dio lugar a aumentos de la volatilidad, caídas de las cotizaciones en las bolsas e incrementos en los diferenciales de la deuda soberana de algunos países con respecto a Alemania. Con todo, el contagio al resto de la UEM fue contenido, especialmente si se compara con la reacción de los mercados en otros episodios anteriores. A ello habrían contribuido, entre otros factores, los avances de los últimos años en los ámbitos de la gobernanza y el desarrollo de nuevos instrumentos de gestión de crisis en el área del euro. Tras la firma del acuerdo entre las autoridades griegas y las instituciones acreedoras, el pasado 12 de julio, los movimientos anteriores tendieron a revertir, si bien, con posterioridad, los mercados europeos se vieron negativamente afectados por los factores globales mencionados en la sección anterior. Más recientemente, los precios de los activos han tendido a revalorizarse, evolución que ha estado, en parte, relacionada con las expectativas de medidas expansivas adicionales por parte del BCE.

En conjunto, desde finales de abril a finales de octubre, los índices bursátiles registraron descensos moderados y las primas medias de los CDS de las empresas financieras y no financieras ligeros ascensos. Las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años han corregido recientemente gran parte de su aumento anterior, de modo que se sitúan en niveles ligeramente superiores a los de finales de abril.

Salvo en el caso de las primas por plazo, no hay indicios de que las primas de riesgo en la UEM se encuentren en niveles excepcionalmente bajos

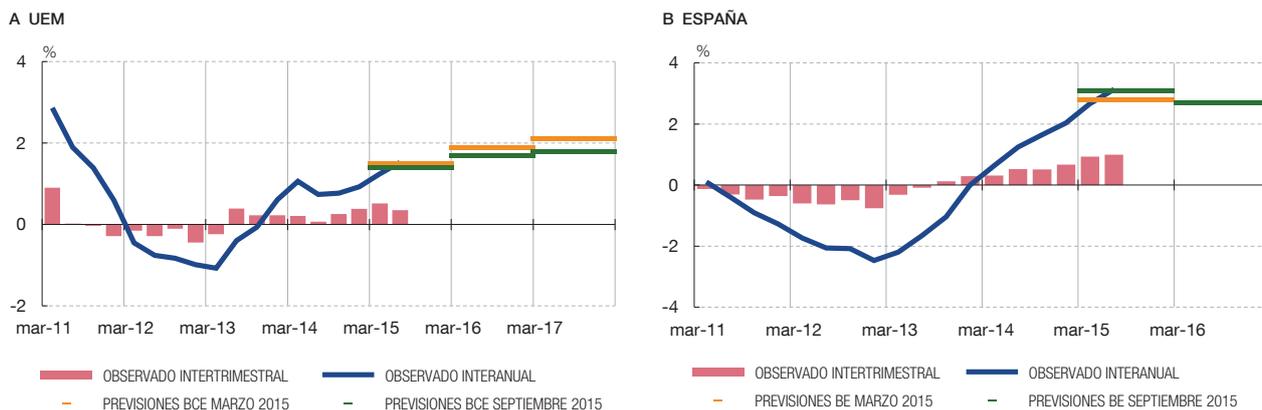
Los indicadores de riesgo de crédito de los bonos corporativos y soberanos se sitúan próximos a los niveles más reducidos de los últimos años, aunque claramente por encima de las valoraciones del periodo que precedió al inicio de la crisis en 2007. Desde esta perspectiva, no parece, por tanto, que estas primas se encuentren en valores excepcionalmente bajos. En las bolsas de la UEM, las medidas de valoración que tienen en cuenta el momento del ciclo económico, como la ratio entre precio y beneficios ajustados del ciclo, no muestran indicios claros de sobrevaloración. En cambio, las estimaciones disponibles sobre las primas por plazo en la deuda pública sugieren que, pese a haberse elevado recientemente, actualmente se encuentran en registros históricamente reducidos, desarrollo que puede estar en parte relacionado con la política monetaria expansiva no convencional del Eurosistema.

Las condiciones de financiación continuaron siendo favorables

Las condiciones de financiación siguen siendo favorables. En particular, en el mercado de crédito, los tipos de interés aplicados por los bancos a su clientela, con la última información disponible correspondiente a agosto, permanecían en niveles mínimos históricos. Asimismo, la dispersión entre países se ha reducido significativamente desde el anuncio de las nuevas medidas de política del Eurosistema en junio de 2014.

Continúa la suave recuperación económica de la UEM y la inflación vuelve a terreno negativo

La información más reciente disponible sobre el crecimiento del PIB del área del euro muestra un aumento intertrimestral, en el primer y segundo trimestres de 2015, del 0,5 % y 0,4 %, respectivamente (véase gráfico 1.3.A). La inflación, medida por la tasa de variación interanual del IAPC (Índice Armonizado de Precios de Consumo), volvió a registros negativos en septiembre (-0,1 %), tras varios meses con tasas positivas, debido a la reciente bajada de los precios de los bienes energéticos.



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

El BCE revisó ligeramente a la baja sus perspectivas de crecimiento e inflación, al tiempo que señalaba la existencia de riesgos predominantemente a la baja...

Las últimas previsiones publicadas por el BCE (septiembre) apuntan a una continuación del proceso de recuperación gradual de la actividad económica y progresivo acercamiento de las tasas de inflación hacia su objetivo de medio-largo plazo. No obstante, el repunte en la incertidumbre provocado por los desarrollos recientes en los mercados emergentes llevó al BCE a revisar ligeramente a la baja sus perspectivas, tanto de crecimiento como de precios y, sobre todo, a destacar la existencia de riesgos predominantemente a la baja en ambas variables, con respecto a su escenario central. La información más reciente disponible parece confirmar dichos riesgos.

... y manifestaba su disponibilidad para actuar en caso necesario

En este contexto, el pasado 3 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE reiteró su intención de mantener los programas de compra de activos en las condiciones de volumen mensual y duración inicialmente anunciadas, y recordó además la flexibilidad existente para ajustar, si procede, el volumen, la composición y la duración de los mismos, mostrando su disposición y capacidad para actuar en caso necesario¹. Posteriormente, en la comunicación de la reunión del 22 de octubre, recordó su disposición de hacer uso, en caso necesario, de todos los instrumentos de política monetaria a su alcance.

Los principales riesgos actuales en la UEM son: una evolución macroeconómica menos favorable de lo esperado a nivel global ...

Desde el punto de vista del análisis de la estabilidad financiera, los principales riesgos de índole agregada son cualitativamente similares a los señalados anteriormente en el contexto del entorno exterior del área del euro. Además, como elemento de riesgo de especial interés para la UEM, hay que destacar el posible impacto negativo que un contexto global menos favorable puede tener sobre las expectativas de inflación a largo plazo. En este sentido, el menor crecimiento nominal que resultaría en un escenario de menor dinamismo de la actividad e inflación muy baja tendería a ralentizar el ritmo de corrección de los niveles de endeudamiento de aquellos agentes (públicos y privados) que todavía mantienen posiciones financieras vulnerables, lo que podría afectar negativamente a la confianza de los inversores.

... y una posible corrección abrupta de los precios en los mercados financieros

Por otra parte, una eventual corrección abrupta de los precios en los mercados financieros, bien sea por factores externos al área del euro (como los vinculados con un aumento de la aversión al riesgo en los mercados internacionales), o internos (como un posible deterioro de la confianza dentro de la UEM), comportaría riesgos no desdeñables para la economía de la UEM, ya que implicaría un endurecimiento de las condiciones de financiación. En un escenario de riesgo de estas características, además del impacto negativo sobre las perspectivas

¹ El BCE decidió además elevar, con carácter general, el límite máximo de los valores de cada emisión individual que pueden ser adquiridos por el Eurosistema, del 25 % al 33 %. Esta medida contribuye a elevar el margen potencial de ampliación del programa en caso necesario.

económicas del área, un eventual tensionamiento de los mercados financieros podría tener también efectos asimétricos que agravarían su impacto, afectando de forma particularmente importante a aquellos agentes o economías en una mayor situación de vulnerabilidad financiera y/o con mayores desequilibrios macroeconómicos.

1.3 La economía española

En los mercados financieros nacionales, al igual que en la UEM, repuntaron las primas por riesgo de crédito de las sociedades y descendieron las cotizaciones bursátiles

El significativo ritmo de crecimiento de la actividad económica empezó a mostrar signos de moderación en el tercer trimestre y la inflación volvió a registros negativos por el efecto de los precios del petróleo

Pese a los notables avances registrados en la corrección de los desequilibrios, la economía española es vulnerable a un escenario de menor crecimiento nominal en el área del euro...

... y a un posible endurecimiento de las condiciones de financiación

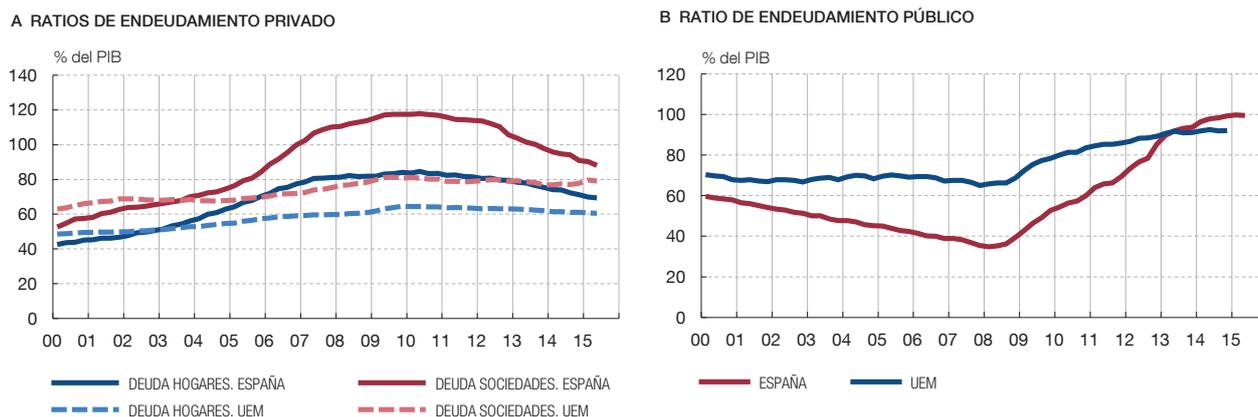
En España, la evolución de los mercados financieros nacionales ha estado, en general, en línea con la de los del resto del área, si bien el repunte de las primas medias de los CDS a cinco años de las empresas financieras y no financieras fue algo mayor en nuestro país (en torno a 30 pb, frente a los 0-20 pb del promedio de la UEM). El diferencial de la rentabilidad de la deuda pública a diez años frente a su equivalente alemán se elevó especialmente en los momentos de mayor tensión, aunque revirtió posteriormente, para volver, a finales de octubre a niveles similares a los de finales de abril (en torno a 115 pb). Por su parte, el Ibex35 descendió un 8 % durante este periodo.

Apoyado sobre todo en la demanda nacional, el PIB español registró crecimientos positivos significativos en los dos primeros trimestres de 2015, del 0,9 % y 1 % intertrimestral, respectivamente, situando la tasa de variación interanual en el segundo trimestre en el 3,1 %. De acuerdo con la última información disponible, en el tercer trimestre habría comenzado a producirse una ligera contención del ritmo de avance del producto, como resultado del progresivo agotamiento de algunos de los factores que, de modo transitorio, impulsaron con fuerza la demanda nacional durante el tramo final de 2014 y la primera mitad de este año. En el ámbito de los precios, según los últimos datos provisionales disponibles, la tasa de variación interanual del IPC se situó en el -0,7 % en octubre, retroceso que se explica principalmente por el comportamiento de los precios de la energía.

Las últimas proyecciones publicadas por el Banco de España, a finales de septiembre, apuntan a un crecimiento medio del PIB en el escenario central del 3,1 % en el conjunto de 2015, mientras que para 2016 se espera un ritmo de avance algo más moderado, del 2,7 % (véase gráfico 1.3.B). Por el lado de los precios, se espera que el IPC vuelva a aumentar ligeramente a finales de este año e inicie así una senda de incrementos graduales a lo largo de 2016, que no obstante sería compatible con tasas de inflación moderadas para el conjunto del año.

Los riesgos para este escenario coincidan en gran medida con los que se han señalado para la UEM. En este sentido, la economía española es particularmente vulnerable a un escenario de menor crecimiento nominal en el área del euro, en la medida en que ello dificultaría completar los ajustes pendientes de los principales desequilibrios macrofinancieros. En particular, a pesar de que el proceso de desendeudamiento de los hogares y las sociedades no financieras se encuentra en una fase muy avanzada, la deuda de estos sectores sigue estando en registros elevados y aún por encima del promedio de la UEM (véase gráfico 1.4.A). Por su parte, el déficit público se ha reducido notablemente en los últimos años, pero se sitúa todavía en niveles que comportan unas elevadas necesidades financieras por parte del conjunto de las AAPP, cuya ratio de deuda ha empezado a dar síntomas de estabilización, si bien, los niveles actuales son muy elevados (véase gráfico 1.4.B).

En este contexto, un posible endurecimiento de las condiciones de financiación podría afectar significativamente a la economía española, dadas las todavía elevadas necesidades de financiación del conjunto de la nación, que en estos momentos, presenta una posición deudora frente al resto del mundo algo superior al 90 % del PIB, muy por encima de la de las principales economías de la UEM. Conviene recordar que la mejora generalizada de las condiciones de financiación de la economía española ha sido uno de los principales factores que han contribuido a la recuperación económica en marcha. Así, desde que alcanzaron su

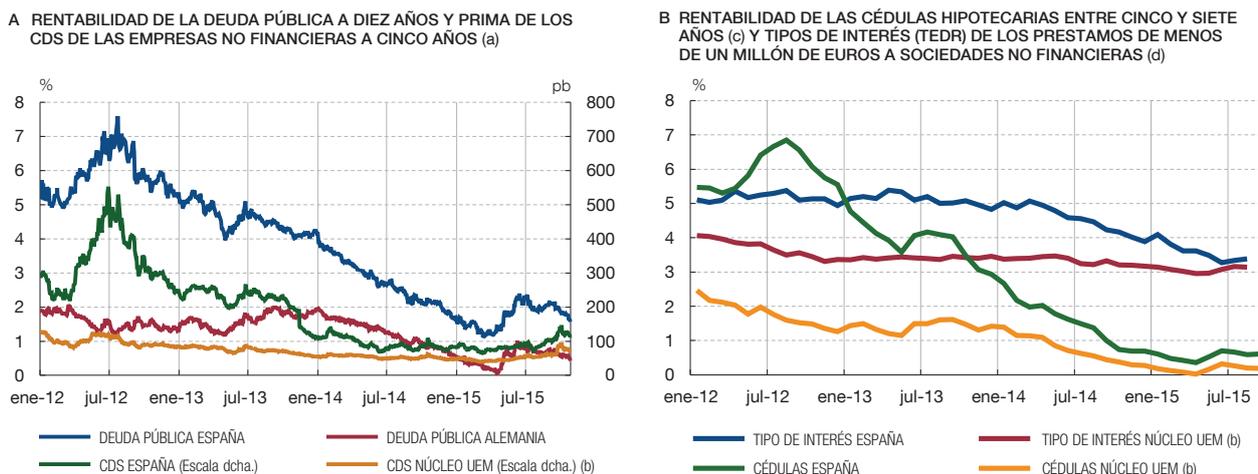


FUENTE: Banco de España.

punto más crítico a mediados de 2012, los problemas de fragmentación financiera dentro de la UEM se han reducido significativamente en el caso de España, de modo que los costes de financiación del sector privado han tendido a converger hacia los niveles prevalecientes en el núcleo de la UEM (véase gráfico 1.5). En gran medida esto es el resultado de la aplicación de una política monetaria muy expansiva por parte del BCE, pero también de las reformas emprendidas en el ámbito nacional, junto con los avances en la unión económica y monetaria. Esto último sugiere que una parte importante de la reciente mejora en la situación financiera de nuestra economía tiene una naturaleza estructural y, por tanto, cabe esperar que perdure en el tiempo. Aún así, no se puede descartar un posible empeoramiento en las condiciones financieras domésticas, como consecuencia de factores externos a nuestro país, como los descritos anteriormente, o de elementos idiosincrásicos. Entre estos últimos, cabe destacar el riesgo de posibles episodios de pérdida de confianza de los inversores a raíz de dudas sobre la capacidad para realizar los ajustes todavía pendientes, tanto en el ámbito del restablecimiento de los principales equilibrios macrofinancieros, como en el de la mejora estructural en el funcionamiento de los mercados de factores y productos.

CONDICIONES DE FINANCIACIÓN EN ESPAÑA

GRÁFICO 1.5



FUENTES: Reuters, Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Series construidas ponderando las primas de los CDS de las empresas incluidas en el índice Itraxx Europe domiciliadas en cada país por su capitalización bursátil el 31 de diciembre del año anterior.
- b Definido como el agregado ponderado por PIB a precios corrientes del mismo año de Alemania, Austria, Holanda, Finlandia y Luxemburgo. En 2015 se ha utilizado el PIB de 2014.
- c Series construidas para cada país como promedio de los tipos de interés de las cédulas hipotecarias incluidas en el índice Maggie de J.P. Morgan.
- d Media de los tipos de interés a los distintos plazos, ponderados siempre por los pesos relativos de las operaciones en España.

2.1 Evolución de los riesgos bancarios

2.1.1 RIESGO DE CRÉDITO

Actividad crediticia

El activo total consolidado de las entidades de depósito españolas, que incluye tanto la actividad en España como la realizada a través de sus filiales y sucursales en el extranjero, alcanzó en junio de 2015 los 3.662 miles de millones de euros (mm de euros), creciendo un 3,6 % en tasa interanual (véase cuadro 2.1), lo que supone continuar con la tendencia al alza iniciada en diciembre de 2014. Este crecimiento fue el reflejo de la evolución de la actividad en el exterior, donde el activo total creció un 17,8 % en junio de 2015 en comparación con el mismo mes del año anterior. En España, sin embargo, la actividad se contrajo un 2,9 % en términos interanuales, frente a la reducción del 8,8 % que tuvo lugar en junio del año anterior.

El balance consolidado creció en junio de 2015 debido al negocio en el extranjero, como consecuencia, en parte, de la evolución de los tipos de cambio

Esta evolución ha hecho que el peso del negocio en el extranjero sobre el total del negocio de las entidades de depósito españolas haya ascendido, en términos de activo, hasta el 35,9 %, más de cuatro puntos porcentuales superior al peso observado en el mismo mes del año anterior. Detrás de esta variación no solo está la evolución genuina del negocio bancario sino también la del tipo de cambio. En particular, hay que reseñar la mayor importancia del negocio en Reino Unido y EEUU de las entidades españolas (véase gráfico 2.1.A), y que el euro se depreció frente a las divisas de los anteriores países un 11,2 % y un 18 % respectivamente.

Debido a la autonomía financiera de las filiales en el extranjero, los riesgos de esta actividad son limitados

A su vez, la actividad que realizan las entidades españolas en el exterior se desarrolla bajo criterios de autonomía financiera, y mayoritariamente se trata de actividad local en moneda local (véase gráfico 2.1.B), lo que acota de forma significativa los riesgos derivados de dichas actividades. Por otro lado, desde un punto de vista de riesgo de crédito, en junio de 2015, las ratios de morosidad totales¹ asociadas a los créditos concedidos en estos países han permanecido estables, siendo además en el caso de Reino Unido y Estados Unidos sustancialmente inferiores al 2 % (véase gráfico 2.1.C). Además, la evolución de dicha ratio de dudosos ha sido positiva en ambos países, en línea con la evolución macroeconómica analizada en el Capítulo 1 (véase gráfico 2.1.D).

Las tensiones en China y Brasil no han tenido un efecto significativo en los balances de las entidades hasta el momento

La exposición de la banca española a China es de apenas un 0,4 % del activo total en el exterior, dividiéndose en proporciones similares las actividades en moneda local y no local. Por ello, las tensiones derivadas de los movimientos en el valor del yuan y la posible desaceleración de la economía china tienen un efecto directo muy limitado sobre el balance de las entidades españolas. Por otro lado, la entrada de Brasil en recesión, uno de los principales focos de riesgo en los países emergentes como se ha explicado en el Capítulo 1, no parece que haya tenido impacto aún en la ratio de dudosos.

La financiación al sector privado, que incluye el crédito y los valores representativos de deuda, creció un 3,2 % en junio de 2015 en tasa interanual

La financiación al sector privado, que incluye el crédito y los valores representativos de deuda, creció un 3,2 % en junio de 2015 en tasa interanual. En términos del activo total, pasó de representar un 61,4 % en junio de 2014 a suponer un 61,1 % un año más tarde. La variación en el crédito al sector privado fue consecuencia del notable crecimiento, cercano al 20 %, del negocio en el extranjero de las entidades, en contraposición con el descenso moderado

¹ Además de la financiación y los dudosos del sector privado residente, se incluyen los de las AAPP y los de las entidades de crédito.

**BALANCE CONSOLIDADO.
ENTIDADES DE DEPÓSITO**

CUADRO 2.1

Activo	Jun-15		Jun-14	Jun-15
	m€	% var. jun 2015/ jun 2014	% ATM	% ATM
Caja y bancos centrales	120.382	-2,7	3,5	3,3
Depósitos en entidades de crédito	166.707	-7,5	5,1	4,6
Crédito a las Administraciones Públicas	115.326	6,2	3,1	3,1
Crédito al sector privado	2.104.731	4,0	57,3	57,5
Valores de renta fija	618.531	0,9	17,3	16,9
Otros instrumentos de capital	53.043	19,0	1,3	1,4
Participaciones	39.893	-7,3	1,2	1,1
Derivados	173.414	3,0	4,8	4,7
Activo material	55.929	6,2	1,5	1,5
Otros (a)	214.376	22,7	4,9	5,9
TOTAL ACTIVO	3.662.333	3,6	100	100
Pro memoria				
Financiación al sector privado	2.237.501	3,2	61,4	61,1
Financiación a las Administraciones Públicas	551.875	6,4	14,7	15,1
Activos dudosos totales	177.686	-16,8	6,0	4,9
Ratio de morosidad total	5,9	-137 (d)		
Fondo para insolvencias y riesgo país (b)	-106.303	-14,0	-3,5	-2,9
Pasivo y patrimonio neto	Jun-15		Jun-14	Jun-15
	m€	% var. jun 2015/jun 2014	% ATM	% ATM
Depósitos de bancos centrales	201.686	7,9	5,3	5,5
Depósitos de entidades de crédito	366.839	-4,3	10,9	10,0
Depósitos de las Administraciones Públicas	107.506	1,5	3,0	2,9
Depósitos del sector privado	1.865.518	5,6	50,0	50,9
Valores negociables	379.724	-4,9	11,3	10,4
Derivados	174.359	7,1	4,6	4,8
Financiación subordinada	50.684	9,7	1,3	1,4
Provisiones para pensiones e impuestos	35.991	3,6	1,0	1,0
Otros (a)	214.426	7,5	5,6	5,9
TOTAL PASIVO	3.396.731	3,4	93,0	92,7
Pro memoria				
Préstamo neto del Eurosistema (c)	135.735	-12	4,4	3,7
Intereses minoritarios	27.719	-8,7	0,9	0,8
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-10.864	.	-0,3	-0,3
Fondos propios	248.747	8,7	6,5	6,8
TOTAL PATRIMONIO NETO	265.602	6,8	7,0	7,3
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.662.333	3,6	100	100

FUENTE: Banco de España.

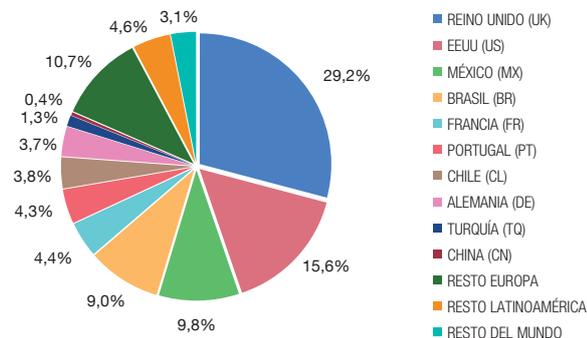
- a En el epígrafe «Otros» se incluye el resto de partidas de activo y de pasivo no consideradas explícitamente, incluidos los ajustes de valoración.
b Además de los fondos por riesgo país, incluye los fondos específico y genérico por riesgo de crédito.
c Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de septiembre de 2015 (últimos disponibles) y de septiembre de 2014 para mantener la comparación en términos interanuales.
d Diferencia calculada en puntos básicos.

observado en España. Como se ha mencionado, la evolución de los tipos de cambio en el último año ha afectado de forma significativa a la evolución del negocio en el extranjero.

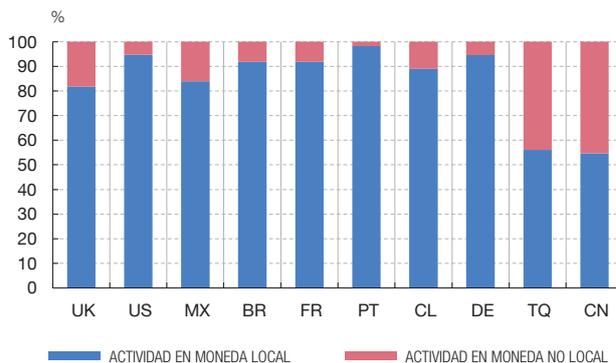
La financiación a las AAPP creció un 6,4 %, aumentando su peso en el balance

Por su parte, la financiación a las administraciones públicas (crédito y valores representativos de deuda) creció un 6,4 % en tasa interanual en junio de 2015, aumentando su peso en el balance en 0,4pp en el último año hasta el 15,1 %. Este aumento se produjo en los negocios tanto en España (2 %) como, de forma más intensa, en el extranjero (21,3 %).

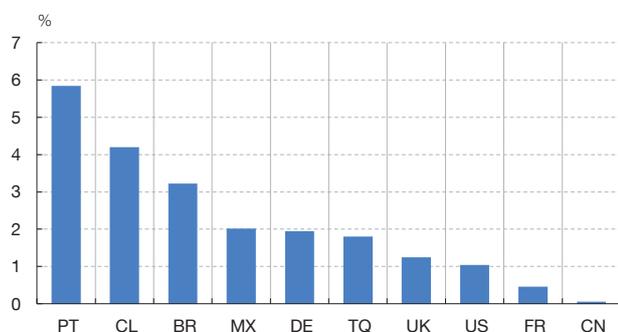
A DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR



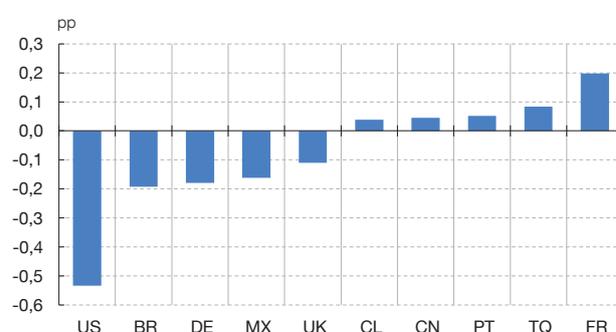
B COMPOSICIÓN DE LA ACTIVIDAD EN CADA PAÍS, POR MONEDA



C RATIO DE DUDOSOS TOTAL DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR POR PAÍS (a)



D VARIACIÓN INTERANUAL DE LA RATIO DE DUDOSOS TOTAL DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR POR PAÍS (a)



FUENTE: Banco de España.

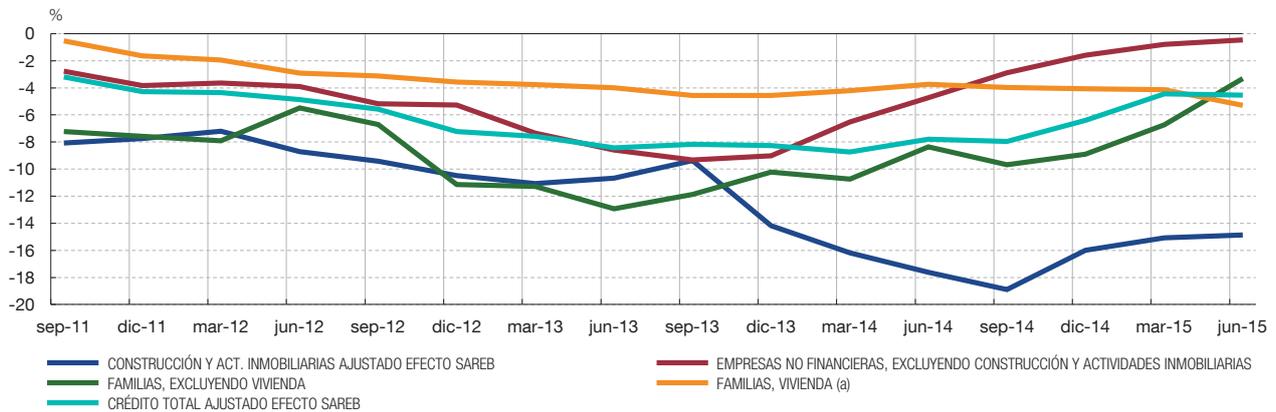
a La ratio de dudosos total de los activos financieros en el exterior a nivel consolidado incluye los activos dudosos de la financiación a entidades de crédito, AAPP y sector privado.

En términos de activo total, la financiación a las AAPP supone un 15,1 %, habiéndose incrementado este peso en los últimos años, especialmente en los negocios en España. Desde el comienzo de la crisis, la financiación a las AAPP ha ganado peso en términos de activo total mientras lo perdía la financiación al sector privado. Cabe pensar que, en la medida en que se consolide la recuperación económica y se incremente el crédito al sector privado, esta tendencia revertirá. No obstante, dado el elevado peso que actualmente tiene la financiación a las AAPP en sus balances, un incremento súbito y significativo de la rentabilidad de la deuda soberana, que es un riesgo que se desprende del análisis del Capítulo 1, tendría un impacto negativo en las entidades.

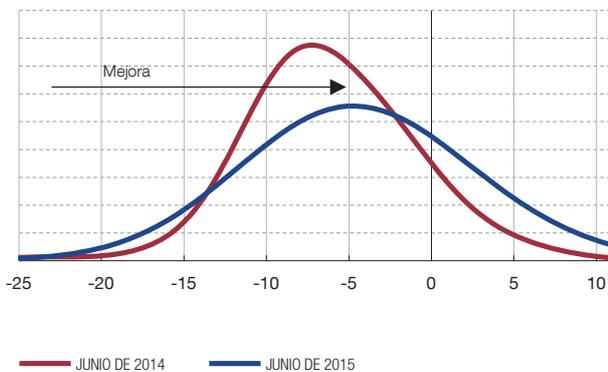
El crédito al sector privado residente en España continuó cayendo en 2015, aunque a tasas menores que el año anterior...

Cuando se analiza el negocio bancario en España, se observa que el crédito al sector privado residente se redujo, en junio de 2015, un 4,5 % en tasa interanual para el conjunto de las entidades de depósito (véase gráfico 2.2.A). Esto supone continuar con la tendencia observada en los últimos trimestres, en los que el volumen de crédito venía reduciéndose, si bien estos descensos se producen cada vez a un ritmo menor (la tasa interanual de variación del crédito en junio de 2014 fue de -7,8 % y en diciembre de 2014 de -6,4 %). Esta menor caída del crédito se ha producido de forma generalizada entre las entidades (véase gráfico 2.2.B). Los datos mensuales más recientes, correspondientes al mes de agosto, apuntan a una continuación adicional de la tendencia, con un descenso interanual del 4,4 %.

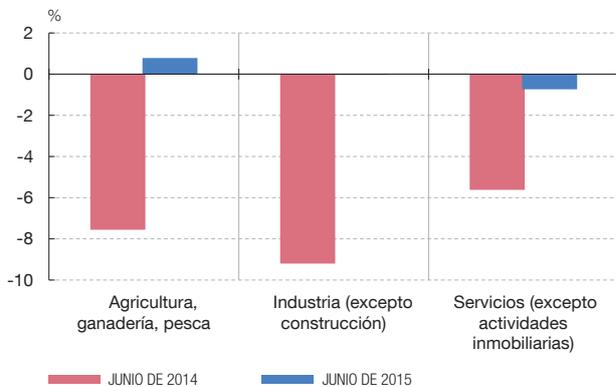
A TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD



B DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO POR ENTIDADES EN FUNCIÓN DE SU TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL (%) (b)



C TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO POR SECTORES DE ACTIVIDAD. EMPRESAS NO FINANCIERAS EXCEPTO ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS



FUENTE: Banco de España.

a Incluye titulizaciones.

b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la tasa de variación interanual del crédito para las entidades de depósito. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

...debido a la menor
contracción del concedido a
las empresas no financieras...

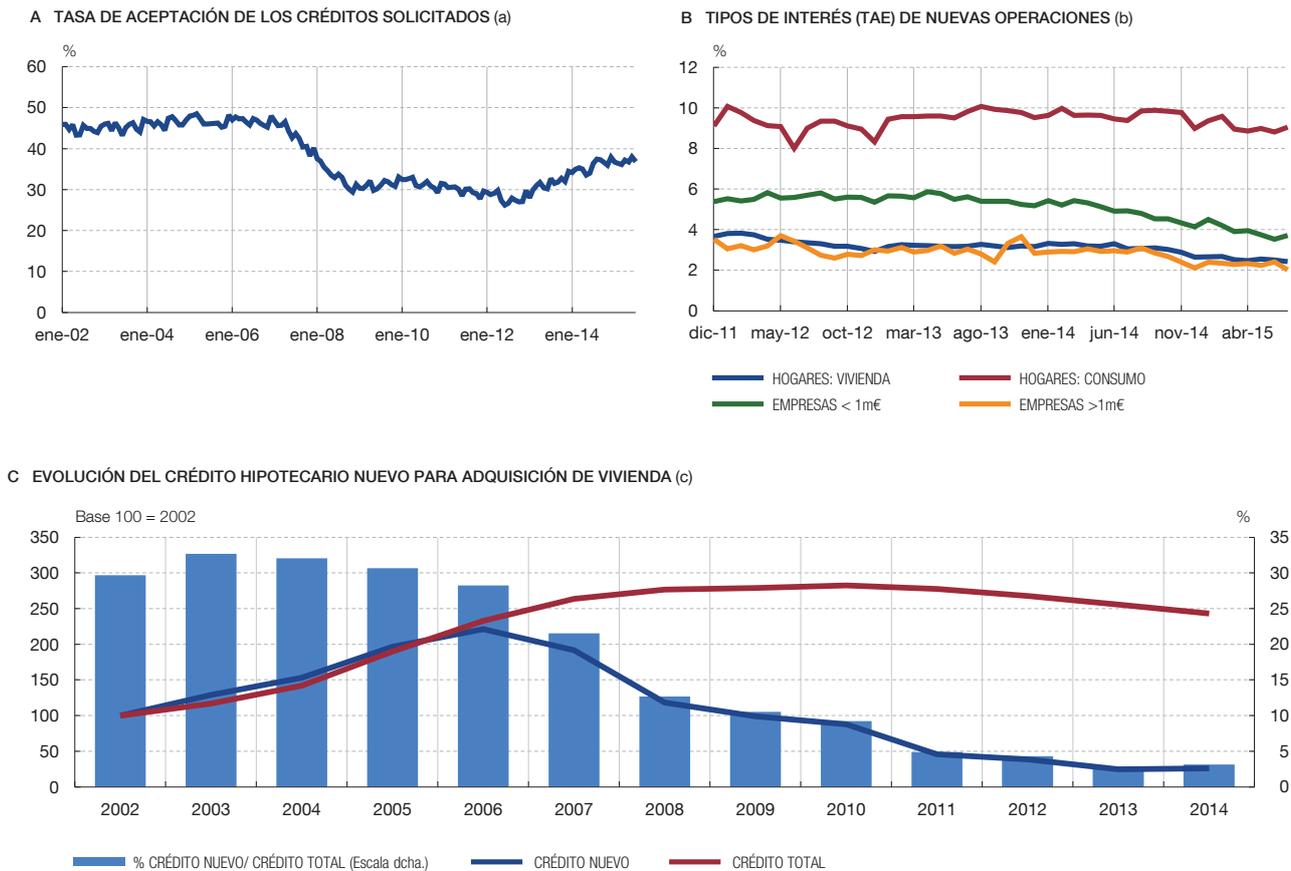
Los últimos datos trimestrales disponibles muestran una caída en el volumen de crédito a las empresas no financieras del 5,7 % en junio de 2015 en tasa interanual, mejorando significativamente su comportamiento con respecto a un año antes, cuando el descenso fue del 9,7 %. En el caso de las actividades inmobiliarias y de construcción, el descenso del crédito fue del 14,9 % en tasa interanual en junio de 2015, frente a la caída del 16,7 % observada un año antes. En el resto de los sectores el descenso fue de un 0,5 %, cuando en junio de 2014 fue del 4,7 %. Por otro lado, el crédito a familias en junio de 2015 presenta un descenso interanual del 5 %, siendo dicho descenso del 5,3 % en el concedido para adquisición de vivienda y del 3,3 % en el destinado a otros fines.

... de forma generalizada,...

Esta evolución menos negativa en el crédito concedido a empresas no financieras con finalidades distintas de la construcción y actividades inmobiliarias se ha percibido de forma generalizada y marcada entre los diferentes sectores de actividad (véase gráfico 2.2.C), habiéndose registrado incluso en algunos de estos sectores, como el primario, tasas de variación positivas.

... mientras el crecimiento
de la tasa de aceptación...

La tasa de aceptación de las operaciones de crédito que las empresas no financieras solicitan a las entidades con las que no están trabajando, o con las que no han tenido una



FUENTE: Banco de España.

- a Empresas no financieras que solicitan crédito a una entidad con la que no están trabajando o con la que no han tenido relación crediticia en los tres últimos meses. La tasa de aceptación se define como el cociente entre las operaciones aceptadas por las entidades de depósito sobre el conjunto de peticiones recibidas en un determinado mes.
- b Se consideran nuevas operaciones de un período todos los créditos formalizados por primera vez con la clientela, y todos los contratos existentes en períodos anteriores cuyo importe, tipo de interés, plazo u otras condiciones financieras sustanciales para los tipos de interés se hubiesen renegociado en el mes con la clientela.
- c El volumen de operaciones nuevas de 2014, corresponde al período de doce meses comprendido entre abril 2014 y marzo 2015, por no poseer el dato del año 2014 desde el mes de enero. El stock de crédito de 2014 corresponde al dato de marzo de 2015 por consistencia con el dato de las operaciones nuevas.

...de créditos se
ha estabilizado

relación crediticia en los meses precedentes se ha estabilizado en el entorno del 37 %, lejos de las tasas de aceptación del período de fuerte crecimiento del crédito y de las del período de contracción prolongada y significativa de la actividad económica y crediticia (véase gráfico 2.3.A). La tasa de variación de las peticiones ha seguido desacelerándose aunque a menor ritmo que los meses previos y el crecimiento de las aceptaciones ha reducido su empuje. Por su parte, el sector de construcción y promoción mantiene su tendencia y las tasas de aceptación continúan aumentando.

El crédito nuevo con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda frenó su disminución en 2013...

En relación con el crédito nuevo con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda, el gráfico 2.3.C muestra su evolución con una perspectiva temporal amplia. Dicho gráfico representa el volumen de crédito nuevo (flujo anual) y el volumen de crédito total hipotecario (stock en diciembre de cada año), ambos en base 100 desde el primer año de información disponible (2002), y el porcentaje que el flujo de crédito hipotecario representa sobre el stock. Se observa que el flujo de crédito nuevo hipotecario alcanzó su máximo en el año 2006 y se ha reducido de forma continuada desde entonces hasta 2013. En 2014 presenta una muy ligera recuperación. Además, se muestra la caída en el stock de crédito hipotecario desde el año 2010. Finalmente, se observa el significativo descenso en el

peso del crédito nuevo sobre el crédito total, que en los primeros años de la serie rondaba el 30 % y en los últimos años se sitúa en torno al 3 %.

...y a partir de 2014 está aumentando

El gráfico 2.3.C muestra con claridad las oscilaciones del ciclo crediticio en España a lo largo de la última década. El exceso de crecimiento del crédito se tradujo en una expansión insostenible del mercado de la vivienda que, al estallar, tuvo una repercusión muy negativa sobre los bancos y el conjunto de la economía española. A nivel de política prudencial esto pone de manifiesto la necesidad de contar con instrumentos que permitan modular la evolución del ciclo crediticio, así como con indicadores que permitan una evaluación anticipada de los riesgos y vulnerabilidades.

El coste de la nueva financiación concedida por los bancos continuó con su moderado descenso...

Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito concedidas por las entidades de depósito españolas continuaron en el primer semestre de 2015 con el moderado descenso que se comenzó a observar durante 2014, reflejo de una mejora relativa en las condiciones de acceso al crédito por parte de los hogares y sociedades no financieras (véase gráfico 2.3.B). La diferencia entre los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones con empresas no financieras en créditos de más de un millón de euros respecto de los de menos de un millón de euros se ha reducido en lo que va de año, debido al mayor descenso observado en los tipos aplicados a los créditos de menor tamaño.

... de forma paralela a la disminución de la prima de riesgo del bono soberano

Esta disminución de tipos de interés, en particular de los cargados a empresas pequeñas y medianas (operaciones de menos de un millón de euros) ha sido paralela a la disminución de la prima de riesgo del bono soberano y de la financiación bancaria, de tal forma que la mejora en las condiciones de financiación de la economía española en los mercados internacionales se han trasladado también al sector privado. De todas formas, como se ha señalado en el Capítulo 1, si se produjera un cambio de tendencia sostenido en la prima de riesgo en dichos mercados, cabe pensar que dicho aumento se trasladaría también al coste del crédito a familias y empresas, lo que constituye un riesgo para la recuperación del crecimiento del crédito y la consolidación de la recuperación de la economía española.

Activos dudosos

Los dudosos cayeron por los negocios en España...

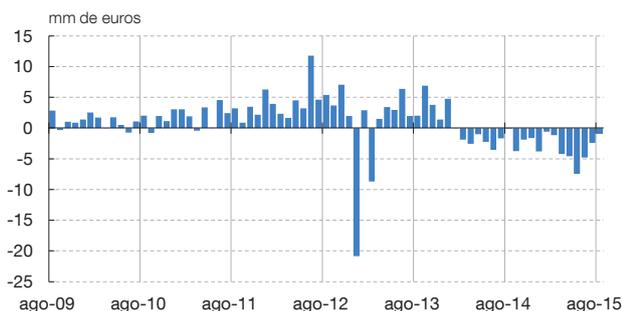
Volviendo a la información mostrada en el cuadro 2.1, los activos dudosos totales² descendieron en junio de 2015 un 16,8 % en tasa interanual, con lo que su peso en el balance pasó del 6 % en junio de 2014 al 4,9 % un año después. Esta mejora en la evolución de los activos dudosos vino motivada por lo ocurrido en los negocios en España, donde los activos dudosos totales descendieron un 19,6 % en junio de 2015, en línea con la significativa recuperación de la actividad económica vista en el Capítulo 1. Por su parte, en los negocios en el extranjero, los activos dudosos totales ascendieron un 5,1 %, un crecimiento sustancialmente inferior al observado en el total de activos, por lo que su peso en el balance también se redujo.

... lo que unido a la evolución del crédito provocó un descenso en la ratio total de dudosos

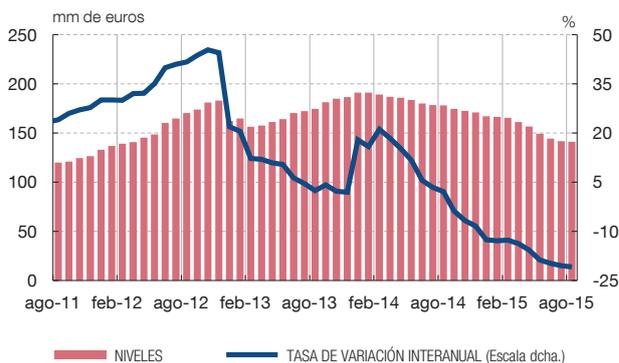
El descenso de los activos dudosos, junto con el ligero crecimiento del crédito total, que incluye el concedido al sector privado, a las administraciones públicas y a las entidades de crédito, residentes y no residentes, propició un descenso interanual de la ratio de dudosos total a nivel consolidado de 137pb, hasta alcanzar el 5,9 % en junio de 2015. Esta ratio de dudosos supone una mejora de 1,8pp con respecto al máximo de la serie, observado en diciembre de 2013. La ratio de dudosos del sector privado residente ha seguido una evolución similar a la total en el último año.

² Véase la nota a pie de la primera página de este Capítulo.

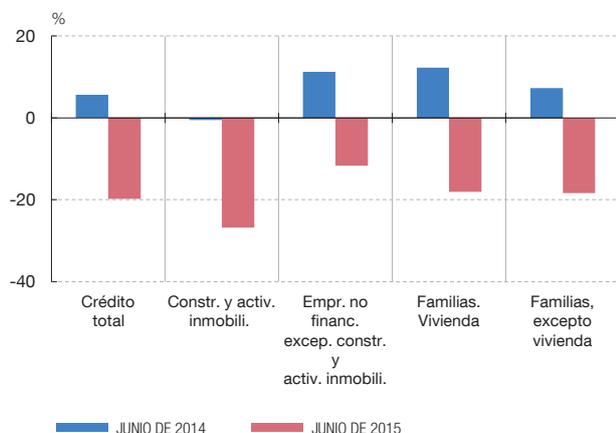
A VARIACIÓN MENSUAL DE LOS ACTIVOS DUDOSOS (a)



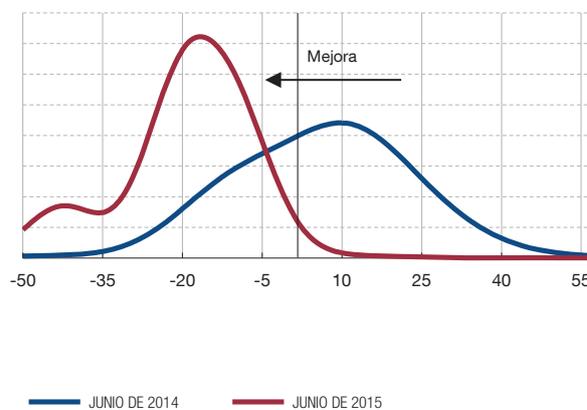
B ACTIVOS DUDOSOS (a)



C TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS ACTIVOS DUDOSOS. POR SECTORES DE ACTIVIDAD



D DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR ENTIDADES EN FUNCIÓN DE SU TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL (%) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a En diciembre de 2012 y en febrero de 2013 se produjeron los traspasos a la Sareb por parte de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2, lo que afecta a las diferentes variaciones que incluyen dichos periodos.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la tasa de variación interanual del crédito para las entidades de depósito españolas. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Asimismo, las provisiones para insolvencias y riesgo país cayeron, debido en parte al descenso en los dudosos

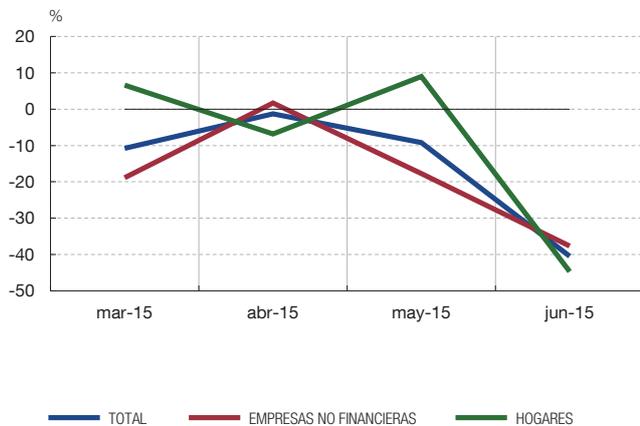
El descenso en los activos dudosos de las entidades de depósito españolas vino acompañado de una reducción en las provisiones para insolvencias y riesgo país, que han registrado una tasa de variación interanual del -14 % en junio de 2015 (véase Cuadro 2.1). Esto ha hecho que el peso sobre el activo total de esta partida haya disminuido, desde el 3,5 % en junio de 2014 hasta el 2,9 % en junio de 2015.

Los activos dudosos del crédito al sector privado residente en España continuaron con su descenso

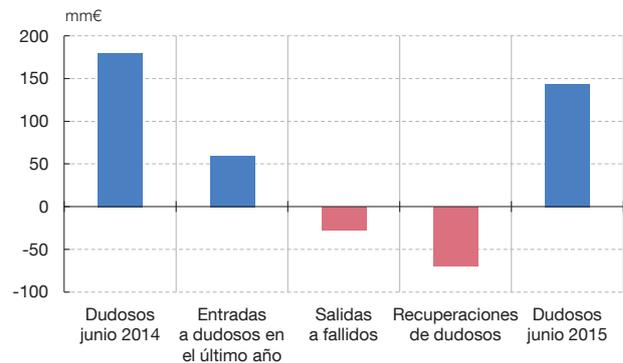
Los activos dudosos del crédito al sector privado residente de los negocios en España continuaron con el descenso observado en los últimos trimestres. En particular, entre agosto de 2014 y agosto de 2015 (últimos datos disponibles) disminuyeron en 37mm de euros, lo que supone una reducción del 20,4 % en tasa interanual para el conjunto de las entidades de depósito. La variación mensual de los activos dudosos muestra valores negativos en todos los meses desde principios de 2014 y hasta la fecha sin excepción (véanse gráficos 2.4.A y B).

Por sectores institucionales (véase gráfico 2.4.C), la disminución en el último año de los activos dudosos se observó tanto en el crédito a hogares como en el concedido a empresas no

A ENTRADA DE ACTIVOS DUDOSOS.
Tasa de variación interanual



B EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS ENTRE JUNIO DE 2014 Y JUNIO DE 2015



FUENTE: Banco de España.

financieras. En el caso de los hogares la caída fue de un 18,2 % en tasa interanual, frente al crecimiento del 10,9 % observado en junio de 2014. Por su parte, las empresas no financieras mostraron una reducción de sus activos dudosos del 20,7 %, frente a un crecimiento de dichos activos del 3,9 % en el mismo mes del año anterior.

En el sector de hogares, los dudosos se redujeron tanto en la financiación para adquisición de vivienda como en el resto del crédito...

Por finalidad del crédito, en el caso de los hogares, los activos dudosos se redujeron de forma similar en el crédito destinado a adquisición de vivienda y en el utilizado para otros fines (descenso algo superior al 18 %). En ambos casos la mejora es notable con respecto al año anterior, cuando los activos dudosos crecieron un 12,2 % en el caso del crédito para adquisición de vivienda y un 7,3 % en el caso del resto de créditos a hogares.

... mientras en el crédito a empresas descendieron tanto en construcción y actividades inmobiliarias como en el resto de sectores

En las empresas no financieras, se observó un descenso de los activos dudosos tanto en el crédito concedido a construcción y actividades inmobiliarias (-26,8 % en junio de 2015) como en el resto de actividades (-11,7 %). En ambos casos la mejora es notable con respecto al año anterior. Dentro de las empresas cuya actividad no es inmobiliaria ni de construcción, los descensos en los activos dudosos, así como la aceleración de dichos descensos, fueron generalizados por sectores de actividad. En el Recuadro 2.1 se analiza la evolución de los dudosos del crédito según el tamaño de la empresa a la que se concede el crédito, haciendo especial énfasis en lo ocurrido en las PYMEs.

El descenso de dudosos fue generalizado entre entidades...

Cabe destacar, adicionalmente, que la importante disminución observada en los activos dudosos entre junio de 2014 y junio de 2015 tuvo lugar de forma generalizada entre entidades, mostrando menor dispersión en la última fecha (véase gráfico 2.4.D).

... y el flujo de nuevos dudosos en junio de 2015 fue notablemente inferior al del año anterior

Recientemente se ha comenzado a disponer de información desagregada sobre flujos de entrada en morosidad. Así, los nuevos activos calificados como dudosos dentro del sector privado residente en el mes de junio de 2015 fueron un 40 % inferiores a los que se registraron en el mes de junio del año anterior. Este descenso se produce tanto para las empresas no financieras (-37,7 %) como para los hogares (-44,7 %, véase gráfico 2.5.A). Entre junio de 2014 y junio de 2015 las entradas en activos dudosos han ascendido a 60mm de euros, mientras los dudosos que han pasado a ser fallidos fueron 27mm de euros y las recuperaciones de dudosos superaron los 69mm de euros (véase gráfico 2.5.B).

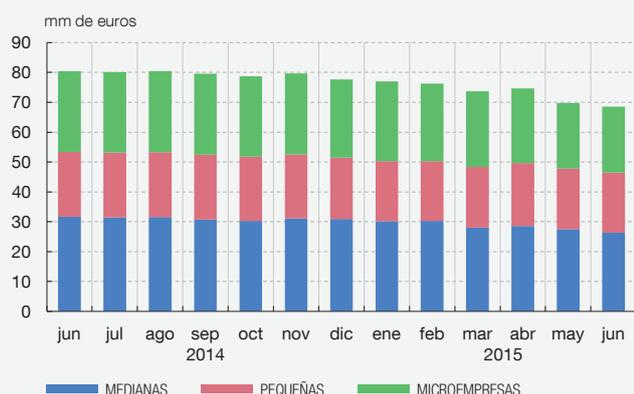
Los activos dudosos se han reducido en el último año, tanto para las grandes empresas (-32,9%) como para las PYMEs¹ (-14,8%) y los empresarios individuales (-10,1%). Dentro de las PYMEs, el mayor descenso se ha producido en los activos dudosos de microempresas (-18,4%), seguidos de los de las medianas empresas (-16,8%) y de los de las empresas pequeñas (-7,4%, véase gráfico A). La evolución del crédito y de los activos dudosos de las PYMEs en los últimos doce meses se ha traducido en un descenso de más de 4 puntos porcentuales en su ratio de dudosos, desde el 28,1% en junio de 2014 al 23,9% en junio de 2015. No obstante, las PYMEs siguen registrando una mayor morosidad que las grandes empresas, cuya ratio también ha disminuido en el último año, desde el 18,1% hasta el 13,9% en junio de 2015 (véase gráfico B). Desglosando la calidad crediticia de las PYMEs, todos los tramos de tamaño registran una caída de la ratio de dudosos en el último año. Además, se observa una relación inversa entre su tamaño y su ratio de dudosos. De este modo, son las microempresas las que muestran una ratio mayor (27,2% en junio

de 2015), seguidas de las empresas pequeñas (25,5%) y de las empresas medianas (20,9%).

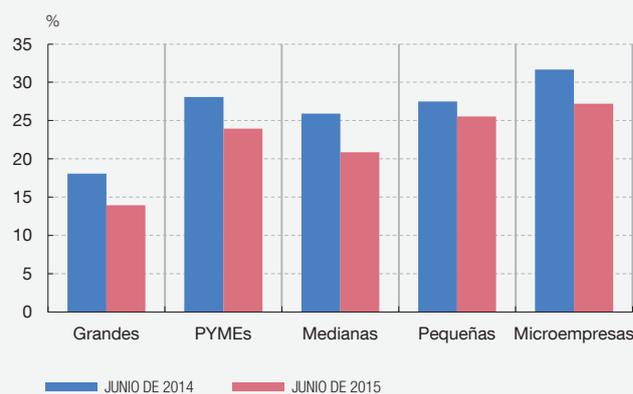
Estas tres tendencias, caída generalizada de la morosidad entre junio de 2014 y junio de 2015, mayor ratio de dudosos de las PYMEs que de las grandes empresas, y relación inversa entre el

¹ Se establece que una empresa es una PYME si cumple con la definición recogida en la Recomendación de la Comisión 2003/361/CE de 6.5.03 (DOCE L 124 de 20.5.03). Así, se considera PYME a una empresa que ocupa a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros, o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros. Adicionalmente, en la categoría de PYME, se define a una empresa pequeña como aquella que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocios anual, o cuyo balance general anual no supera los 10 millones de euros. A su vez, dentro de la categoría de PYME se define a una microempresa como una empresa que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual, o cuyo balance general anual no supera los 2 millones de euros.

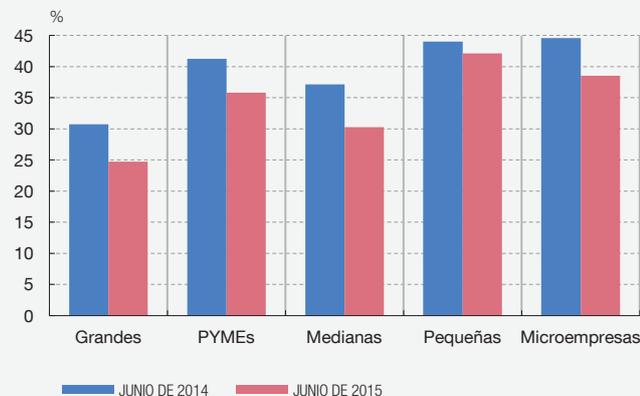
A DUDOSOS DEL CRÉDITO A PYMES
Junio de 2014-Junio de 2015



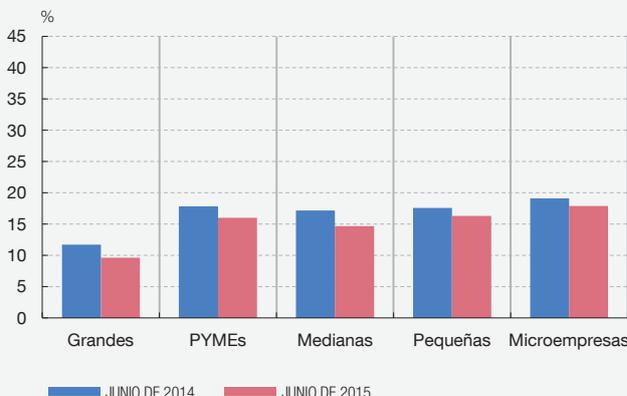
B RATIO DE DUDOSOS DEL TOTAL DE EMPRESAS NO FINANCIERAS
Junio de 2015



C RATIO DE DUDOSOS DE EMPRESAS DE ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS
Junio de 2015



D RATIO DE DUDOSOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS EXCLUYENDO ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS
Junio de 2015



FUENTE: Banco de España.

tamaño de la PYME y su ratio de dudosos, también se observa diferenciando entre empresas que realizan actividades de construcción e inmobiliarias y resto de empresas no financieras (véanse gráficos C y D). No obstante, se observan notables diferencias en cuanto al nivel de las ratios de dudosos que presentan las PYMEs dedicadas a la construcción y actividades inmobiliarias (35,8 % en junio de 2015) y el resto de PYMEs (16 % en junio de 2015). Así, el descenso en la financiación a PYMEs que

realizan actividades de construcción e inmobiliarias² supone, en líneas generales, una reducción del nivel de riesgo asumido por los bancos que conceden crédito a PYMEs.

2 El crédito para construcción y actividades inmobiliarias supone un 40 % del crédito total a PYMEs en junio de 2015, mientras en junio de 2014 representaba un 44 %.

La ratio de dudosos evolucionó de forma favorable...

La evolución del crédito, con la moderación generalizada de su caída, y, sobre todo, el descenso de los dudosos, ha posibilitado una evolución favorable de la ratio de dudosos del sector privado residente en el negocio en España en el último año. En agosto de 2015 (últimos datos disponibles) dicha ratio se situó en el 11,2 % para el conjunto de las entidades de depósito (véase gráfico 2.6.A).

... siendo esta reducción generalizada por sectores...

Por sectores, y con datos trimestrales correspondientes a junio de 2015 (últimos disponibles) la mejora fue generalizada (véase gráfico 2.6.B). Las familias redujeron su ratio de dudosos desde el 6,7 % mostrado en junio de 2014 hasta el 5,8 % reflejado un año después. Por su parte, las empresas no financieras vieron su ratio de dudosos disminuida en 3,6pp, desde el 22,6 % en junio de 2014 hasta el 19 % un año después.

...y por finalidad del crédito, tanto en hogares como en empresas

Dentro del crédito a familias, la ratio de dudosos descendió en el último año tanto en el crédito para adquisición de vivienda (0,8pp hasta el 5 %), como en el resto del crédito (1,6pp hasta el 9,9 %). Por su parte, en las empresas no financieras la ratio de dudosos descendió en mayor medida para las empresas inmobiliarias y de construcción (5,2pp hasta el 31,7 %) que para el resto de empresas (1,6pp hasta el 12,7 %).

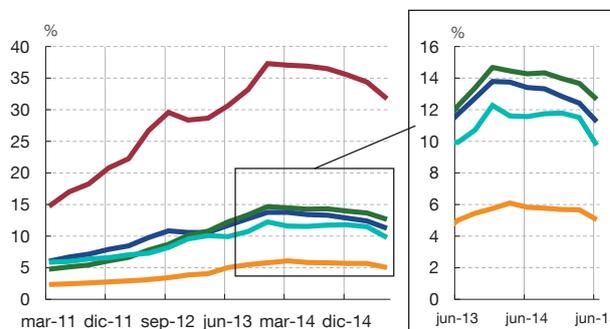
RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI. Entidades de depósito

GRÁFICO 2.6

A RATIO DE DUDOSOS



B RATIO DE DUDOSOS, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



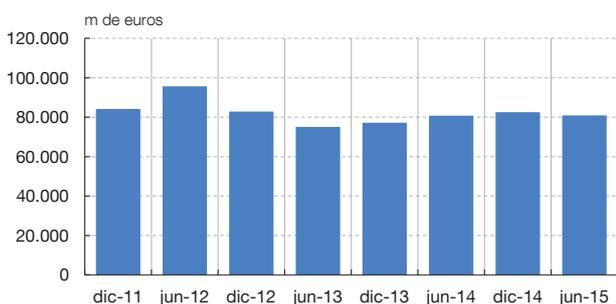
— RATIO DE DUDOSOS TOTAL
— CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS
— EMPRESAS NO FINANCIERAS, EXCLUYENDO CONSTRUCCIÓN Y ACT. INMOBILIARIAS
— FAMILIAS, VIVIENDA
— FAMILIAS, EXCLUYENDO VIVIENDA

FUENTE: Banco de España.

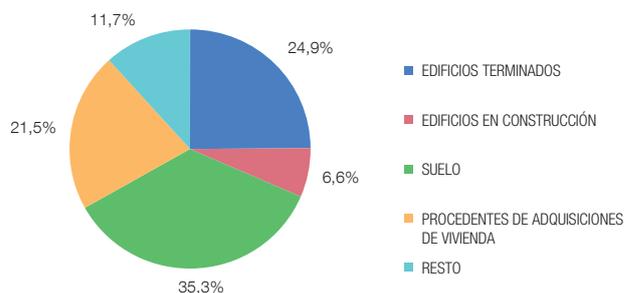
ACTIVOS ADJUDICADOS Entidades de depósito

GRÁFICO 2.7

A EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE ACTIVOS ADJUDICADOS



B COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS
Junio de 2015



FUENTE: Banco de España.

Adjudicados y refinanciaciones

Los activos adjudicados descendieron ligeramente en el último año...

Los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas procedentes de los negocios en España que poseen las entidades españolas en sus balances descendieron ligeramente en el último año (0,9%) hasta los 81mm de euros. Sin embargo, tal y como se observa en el gráfico 2.7.A, en los últimos seis meses se ha observado que la reducción ha sido más significativa, ya que en diciembre de 2014 el volumen total de activos adjudicados ascendió hasta los 82,5mm de euros, lo que supone que en el primer semestre de 2015 dicho volumen se ha reducido en un 2%.

...predominando el suelo y los edificios terminados

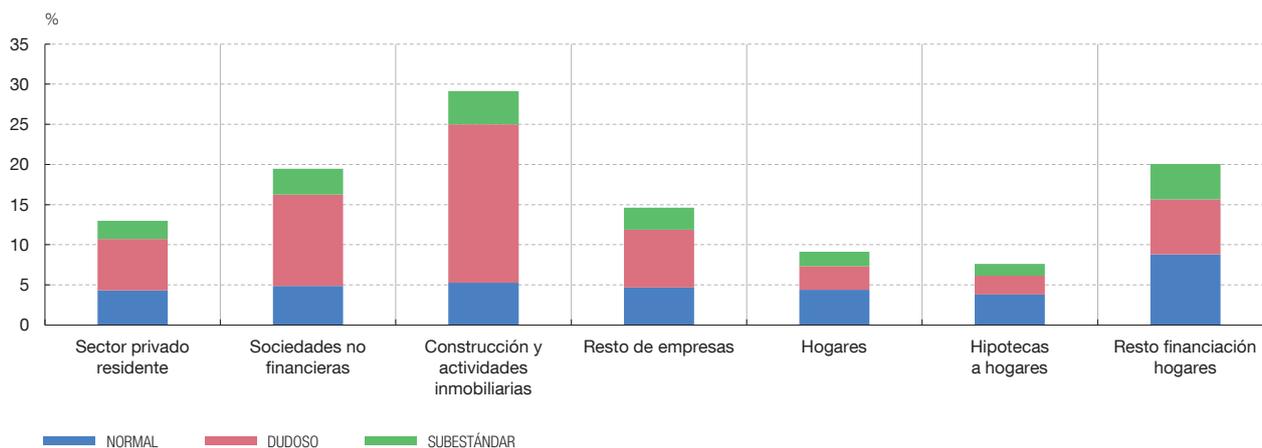
El gráfico 2.7.B muestra la composición del volumen total de adjudicados en función del tipo de activo. Un 35,3% del total es suelo, cuyo peso ha disminuido casi 3pp en el último año. Por su parte, un 24,9% son edificios terminados (reducción de 1,1pp en el último año) y un 21,5% son activos adjudicados procedentes de adquisiciones de vivienda (aumento de 0,5pp en junio de 2015 en comparación con junio de 2014). Finalmente, los edificios en construcción suponen, en junio de 2015, un 6,6% del total, habiendo aumentado 1,6pp este porcentaje en el último año.

Los dudosos y los adjudicados son activos improductivos que presionan sobre los resultados de las entidades

Si sumamos los activos dudosos más los adjudicados en pago de deudas obtenemos un volumen de 224 mm de euros en junio de 2015 de activos mantenidos en balance que no generan ingresos en la cuenta de resultados. Estos dos tipos de activos, que representan un 8,7% del activo total de los bancos en su negocio en España, presionan negativamente sobre la cuenta de resultados de las entidades, reduciendo su generación de beneficios.

Las operaciones refinanciadas o reestructuradas en el sector privado residente descendieron un 15,8% en el último año, hasta los 163,8 mm de euros...

El crédito total a nivel consolidado que está refinanciado o reestructurado ascendió, en junio de 2015, a 211mm de euros. De ellos, el 52,1% correspondió a empresas no financieras y el 45,2% a hogares. Un 2,4% del total era crédito a las AAPP, mientras el restante 0,3% correspondió a empresas financieras distintas de entidades de crédito. Utilizando datos procedentes de estados financieros individuales, el crédito total al sector privado residente refinanciado o reestructurado ascendió a 163,8 mm de euros en junio de 2015, un 15,8% menos que en el mismo mes del año anterior. Esta variación supone una aceleración de la caída mostrada a lo largo de toda la serie disponible, desde marzo de 2014. El descenso en las refinanciaciones y reestructuraciones se ha observado en el último año tanto en empresas no financieras (17,5%) como en hogares (13,5%). El peso sobre el total del crédito de las refinanciaciones y reestructuraciones también se ha ido



FUENTE: Banco de España.

reduciendo en los últimos trimestres, hasta representar un 13 % en junio de 2015, frente al 14,2 % observado en el mismo mes del año anterior (véase gráfico 2.8 para un análisis por tipos de carteras).

... de los que casi la mitad se encuentran en situación dudosa

Dentro de los créditos refinanciados y reestructurados los dudosos suponen, en junio de 2015, casi la mitad del total (con un ligero descenso de 1pp respecto al año anterior), mientras los que están clasificados como subestándar representan un 18 % y los que se encuentran en situación normal suponen un 33 % del total, habiendo aumentado 2pp entre junio de 2014 y junio de 2015.

Por sectores, un 64 % correspondió a empresas y, de ellas, la mitad a construcción y actividades inmobiliarias

En cuanto a la distribución sectorial de las operaciones refinanciadas, un 64 % de las mismas corresponde a créditos concedidos a empresas, mientras que el 36 % restante de dichas operaciones son con familias. Dentro de las operaciones refinanciadas correspondientes a empresas, la mitad de las mismas corresponden a créditos concedidos a empresas procedentes de la construcción y actividades inmobiliarias, y la otra mitad proviene de empresas cuya actividad económica es distinta de la anterior. Del 35 % de operaciones reestructuradas a las familias, cabe destacar que un 26,2 % del total corresponde a créditos para la adquisición de viviendas.

2.1.2 RIESGO SISTÉMICO Y DE FINANCIACIÓN

El indicador de riesgo sistémico no ha aumentado en los últimos meses, a pesar del incremento de la volatilidad en los mercados...

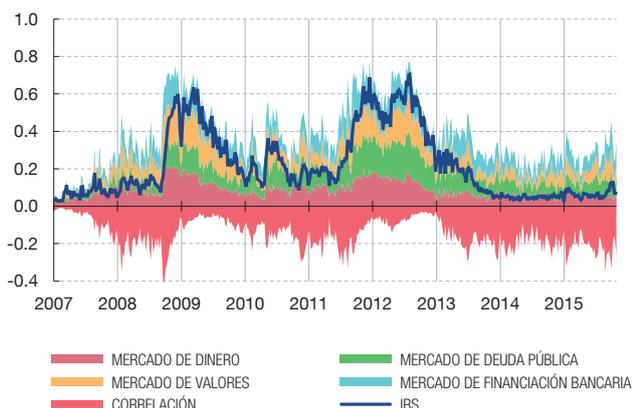
Pese al aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales desde el último IEF, ya analizado en el Capítulo 1, el indicador de riesgo sistémico en España (IRS) no ha aumentado de manera significativa en los últimos meses (véase gráfico 2.9.A). En líneas generales, y pese a algún repunte de carácter puntual, el IRS se ha mantenido en niveles contenidos desde finales de 2013. El mantenimiento en niveles reducidos es común en todos los mercados cuya información recoge el indicador de riesgo sistémico (deuda pública, valores, dinero y financiación bancaria).

... al igual que se desprende del modelo CoVaR

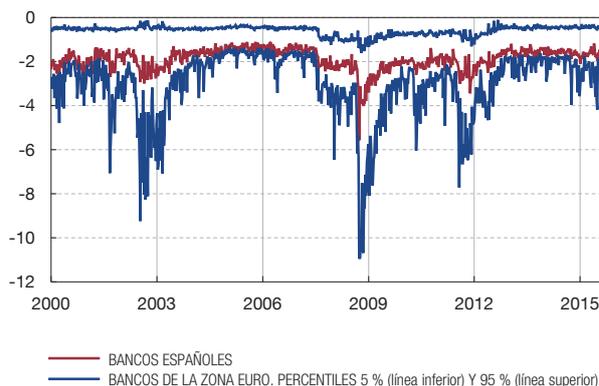
A través de un modelo denominado CoVaR es posible cuantificar la contribución de las entidades españolas al riesgo sistémico del conjunto del área del euro³. Con respecto a 2014, el CoVaR medio de las entidades españolas ha experimentado un ligero descenso en 2015. No obstante, sí se puede observar un repunte pequeño en el riesgo sistémico de

3 Para una explicación del modelo CoVar, véase IEF de mayo de 2015.

A INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO (IRS) (a)



B CONTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS ESPAÑOLES AL RIESGO SISTÉMICO MEDIDO POR MEDIO DEL COVAR (b)



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.
- b A través del modelo denominado CoVaR se calcula el impacto que produciría una situación de estrés en una entidad sobre el sistema financiero.

algunos bancos de la zona euro durante 2015. Concretamente, el incremento del riesgo se concentra en el percentil 5 del CoVaR europeo, por lo que las entidades fundamentalmente afectadas han sido aquellas de mayor riesgo sistemático. No se observa que esta pequeña variación haya afectado significativamente al promedio de las entidades españolas hasta el momento.

A nivel consolidado, en la financiación bancaria ha aumentado el peso de los depósitos...

En este contexto de indicadores de riesgo sistemático contenidos, el análisis de la financiación de los bancos, a nivel consolidado (véase cuadro 2.1) muestra que aumentaron los depósitos del sector privado y de bancos centrales, descendiendo el peso de la financiación procedente de valores negociables y aumentando ligeramente la financiación procedente de las administraciones públicas.

... al tiempo que disminuía la apelación a la financiación del Eurosistema por parte de las entidades españolas...

Las entidades de depósito españolas disminuyeron en términos netos su apelación a la financiación procedente del Eurosistema un 13% en tasa interanual (ver Cuadro 2.1), hasta situarse en los 136 mm de euros en septiembre de 2015. El peso sobre el activo total en junio de 2015 del préstamo neto procedente del Eurosistema descendió hasta el 3,7% en septiembre de 2015, acercándose a los valores previos al inicio de las tensiones en el mercado de deuda soberana periférica europea (véase gráfico 2.10.A).

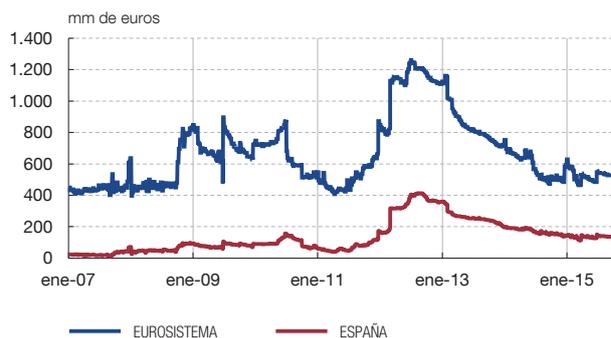
... en línea con el resto de bancos europeos

El comportamiento de las entidades españolas está en línea con el resto de los bancos europeos en un contexto caracterizado por la política de adjudicación plena en las operaciones de financiación regulares del Eurosistema, vigente al menos hasta diciembre de 2016. El mejor acceso a otras fuentes de financiación ha permitido a los bancos europeos seguir reduciendo sus peticiones en las nuevas operaciones, siguiendo la tendencia iniciada en el verano de 2012, observándose más recientemente cierta estabilización, así como una sustitución entre las operaciones regulares y las TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) a favor de estas últimas. En el gráfico 2.10.B, que muestra la evolución del saldo vivo de las subastas del BCE, tanto para el conjunto del Eurosistema como para las entidades residentes en España, no se observan cambios significativos en el período transcurrido desde la publicación del último IEF. En efecto, desde finales de abril de 2015 (fecha

A EVOLUCIÓN DEL PRÉSTAMO NETO DEL EUROSISTEMA EN PORCENTAJE DEL ACTIVO TOTAL



B SALDO VIVO DE LAS SUBASTAS DEL EUROSISTEMA (a)



FUENTE: Banco de España.

a Último dato: 29 de octubre de 2015.

recogida en el último IEF) hasta finales de octubre la apelación bruta de las entidades residentes en España al Eurosistema se redujo en 1,7 mm de euros (-1,2 %), mientras que el saldo vivo en el conjunto del Eurosistema aumentó en 13,9 mm (2,7 %).

El porcentaje de préstamo del Eurosistema a entidades españolas ha disminuido en el último año

Como consecuencia de lo anterior, el porcentaje de préstamo a entidades españolas sobre el total del Eurosistema ha disminuido ligeramente durante este período. La cuota de adjudicación de fondos a entidades residentes en España como porcentaje del total proporcionado por el Eurosistema en las subastas se situó en septiembre de 2015 en una cifra media del 25,7 %, mientras que para el mes de abril esa cifra había sido del 26,2 %. El exceso sobre la clave de capital para el caso de España ha bajado 10pp desde el máximo observado a mediados de 2012.

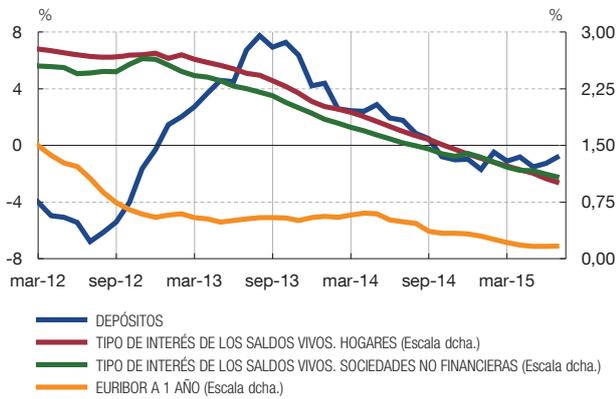
La actividad en los mercados interbancarios del área del euro ha sufrido un deterioro adicional en sus diferentes segmentos

Desde el último IEF, la actividad en los mercados interbancarios del área del euro ha permanecido débil e incluso ha sufrido un descenso adicional en sus diferentes segmentos, principalmente como consecuencia del cada vez más acusado exceso de liquidez existente en el sistema. En los últimos meses el volumen de contratación del Eonia ha experimentado descensos significativos, dentro de los ya reducidos niveles resultantes de la senda decreciente iniciada en enero de 2015. El mercado interbancario español, por su parte, ha mostrado una evolución similar, con un descenso considerable del volumen total negociado y un papel muy reducido del segmento no garantizado del mercado. En términos de balance consolidado (ver Cuadro 2.1), esto se ha traducido en una caída del 4,3 % de los depósitos de entidades de crédito, siendo la caída en la financiación a las entidades de crédito del 7,5 %. Esto hizo que la posición interbancaria neta (financiación menos depósitos de las entidades de crédito) se redujera ligeramente en términos de activo total hasta el 5,5 % en junio de 2015.

Los depósitos del sector privado crecieron debido a los negocios en el extranjero, cerrándose ligeramente la brecha de financiación de este sector

Los depósitos del sector privado en el balance consolidado crecieron un 5,6 % en junio de 2015 en comparación con el mismo mes de 2014 (véase cuadro 2.1). Este incremento fue consecuencia de la evolución de esta partida en los negocios en el extranjero, donde crecieron más de un 20 % en junio. En los negocios en España, se produjo un descenso del 1,5 %. Como se ha comentado, la evolución de los tipos de cambio en el último año ha afectado de forma generalizada a todas las partidas del balance en los negocios en el extranjero. La tendencia a nivel consolidado del crédito (crecimiento de un 4 %) y de los depósitos (creciendo un 5,6 %) del sector privado ha hecho que, durante el último año, se haya cerrado ligeramente la brecha de financiación en este sector.

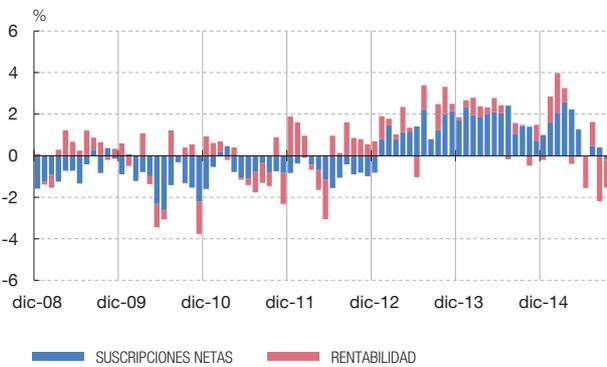
A EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y TIPOS DE INTERÉS DE LOS SALDOS VIVOS



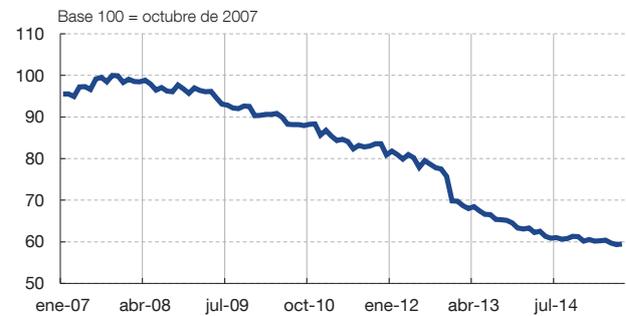
B DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



C. CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO NETO DE LA RENTABILIDAD Y DE LAS SUSCRIPCIONES NETAS



D EVOLUCIÓN RELATIVA DE LA RATIO CRÉDITO-DEPÓSITOS (a)



FUENTES: CNMV y Banco de España.

a Préstamos a hogares y sociedades no financieras netos de provisiones. Depósitos de hogares y sociedades no financieras más valores de renta fija de entidades de depósito en manos de hogares y sociedades no financieras.

Por su parte, los depósitos de familias y empresas no financieras en España descendieron...

Cuando se analiza el mercado de depósitos del sector privado residente en España, se observa que los depósitos de familias y empresas no financieras mostraron una evolución a la baja en el último año, con descensos, en junio de 2015, del 0,7 % en tasa interanual. La tasa de variación interanual observada un año antes fue del 1,9 % (véase gráfico 2.11.A). Cuando a los depósitos se les suman los valores emitidos por las entidades de depósito en manos de familias y empresas no financieras, la evolución en el último año es similar, si bien con tasas de variación inferiores debido a la pérdida de atractivo de estos productos, que en cierto modo funcionan como sustitutivo de los depósitos minoristas, en comparación con los años anteriores.

... como respuesta a la evolución de los tipos de interés

La peor evolución de los depósitos de familias y empresas no financieras en el último año responde a la senda observada en los tipos de interés en los últimos años, que se han situado en niveles históricamente bajos y que ha propiciado un menor atractivo para los clientes de pasivo de este tipo de producto bancario de ahorro, así como a la volatilidad relativamente reducida en los mercados financieros. En línea con este comportamiento, los depósitos a plazo han venido reduciéndose en los últimos años de forma notable, sustituyéndose en parte por depósitos a la vista (véase gráfico 2.11.B).

El patrimonio de los fondos de inversión creció en 2015, debido principalmente al incremento de suscripciones netas

El patrimonio de los fondos de inversión ha continuado creciendo en 2015, siguiendo la tendencia iniciada a principios de 2013. En concreto, en septiembre de 2015, el patrimonio de estos fondos había crecido casi 26 mm de euros respecto al mismo período del año anterior, lo que supone un crecimiento del 14 %. Al igual que en períodos anteriores, la causa principal de este aumento de patrimonio ha sido el incremento de las suscripciones netas (véase gráfico 2.11.C).

Si aumentara la volatilidad, se podría invertir la evolución de fondos y depósitos, dado su diferente riesgo

Un aumento en la volatilidad de los mercados financieros y/o una corrección generalizada a la baja en el valor de dichos activos (deuda pública, bonos corporativos, acciones, etc.), al aumentar los tipos de interés o las primas de riesgo podría invertir la evolución observada en el último año de los depósitos (a plazo fijo) a los fondos de inversión, dado su diferente nivel de riesgo.

La brecha de financiación también ha disminuido en el negocio en España

La evolución en los últimos doce meses del crédito y de los depósitos a empresas no financieras y hogares en el negocio en España, ha llevado a una continuación, si bien de forma más moderada, del proceso de ajuste de la brecha de financiación del sector minorista de las entidades de depósito que comenzó en 2007 (véase gráfico 2.11.D), fenómeno también observado a nivel consolidado, como se ha mencionado ya.

El peso de los valores negociables en el balance continuó su descenso de los últimos años, si bien las emisiones de las entidades españolas aumentaron, especialmente de cédulas hipotecarias

Los valores negociables volvieron a disminuir en el último año, pese a la mejora en las condiciones de los mercados financieros. En los últimos años se ha producido una recomposición estructural del pasivo de las entidades de depósito, a favor de los recursos procedentes de los sectores minoristas y en detrimento de la financiación mayorista (véase gráfico 2.12.A), tendencia que se vio interrumpida significativamente en los momentos de máxima tensión desde 2011 hasta la primera mitad de 2012. La caída del peso relativo de los depósitos en ese período de tensión se absorbió en buena medida mediante el aumento de la financiación proveniente del BCE (véase gráfico 2.10.A). En cualquier caso, la actividad emisora de las entidades de depósito españolas en lo que llevamos de año ha sido notable, con un mes de julio particularmente activo (véase gráfico 2.12.B). Destaca la actividad en cédulas hipotecarias, que no se restringe a los bancos más grandes, sino que entidades de tamaño medio también han lanzado sus emisiones este año. No obstante esta actividad emisora, la emisión de deuda sénior está siendo más limitada.

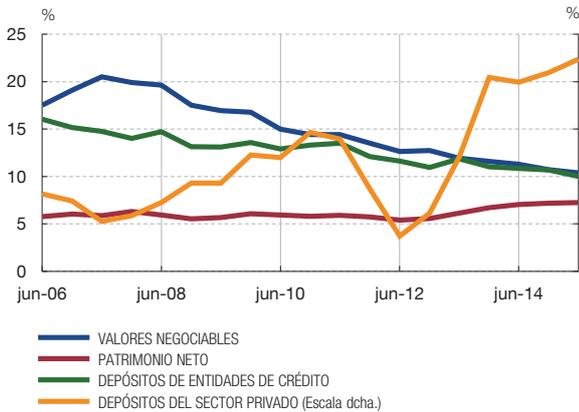
El patrimonio neto del conjunto de las entidades de depósito se incrementó, aumentando su peso en el balance

El patrimonio neto del conjunto de las entidades de depósito se incrementó en junio de 2015 un 6,8 % en relación con el mismo mes del año anterior (véase cuadro 2.1). Este incremento supuso un reforzamiento en la estructura de balance en términos de patrimonio, ya que su peso sobre el activo total de las entidades se incrementó en 0,3pp, hasta el 7,3 % en la última fecha. Los fondos propios se incrementaron un 8,7 %, pasando a representar un 6,8 % del activo total en junio de 2015, continuando la tendencia en la mejora de la solvencia de las entidades de depósito españolas iniciada en 2012, que se detalla en la sección 2.3.

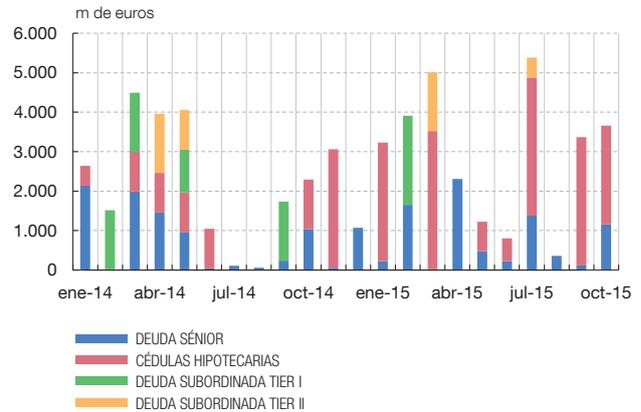
Los bancos españoles han conseguido financiarse holgadamente, mejorando su posición de liquidez y reequilibrando su balance

En definitiva, los bancos españoles han conseguido financiarse holgadamente en los mercados financieros, mejorando su posición de liquidez y reequilibrando su balance, quedando ya muy lejos las fuertes tensiones experimentadas en 2012. En cualquier caso, el riesgo de aumento de la volatilidad y de ajustes de los precios de los activos señalados en el Capítulo 1 podrían tener su traducción en términos de disminución de la liquidez en algunos mercados que podría extenderse rápidamente a otros. Por ello, las entidades tienen que seguir atentas a la gestión de su liquidez, no solo a corto plazo, sino prestando también atención a desarrollos de balance más estructurales.

A COMPOSICIÓN RELATIVA DEL PASIVO Y DEL PATRIMONIO NETO EN PORCENTAJE DEL ACTIVO TOTAL



B PRINCIPALES EMISIONES DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS EN LOS MERCADOS MAYORISTAS DE MEDIO Y LARGO PLAZO (a)



FUENTES: Dealogic y Banco de España.

a Se incluyen emisiones de deuda sénior, cédulas hipotecarias y deuda subordinada, tanto la que computa a efectos de capital de nivel 1 como de nivel 2. No se incluyen emisiones retenidas. Último dato: 28 de octubre.

2.2 Rentabilidad

Las entidades españolas obtuvieron un resultado de más de 11mm de euros en la primera mitad de 2015, un 38,7 % más que en el ejercicio pasado

La mejora estuvo basada en el extranjero principalmente, ya que en España diversos factores presionan a la baja

El aumento de los beneficios responde a la mejora en el margen de intereses y al descenso de las provisiones

En la primera mitad de 2015, el conjunto de las entidades de depósito españolas obtuvo un resultado consolidado (atribuido a la entidad dominante) de más de 11.000 millones de euros, lo que supone un incremento del 38,7 %, más de 3.000 millones, respecto a los casi 8.000 millones de euros registrados en el mismo período del año 2014 (véase cuadro 2.2). Este aumento del resultado total se traduce en un crecimiento de la rentabilidad, tanto en términos de activos (ROA) como de fondos propios (ROE). En concreto, el ROA crece 16pb, desde el 0,47 % en junio de 2014 al 0,63 % en junio de 2015. Por su parte, el ROE se incrementa más de 2pp, desde el 7,1 % de junio de 2014 al 9,2 % de junio del año actual. Además, este crecimiento del ROE se produce en un contexto en el que el patrimonio neto para el conjunto de entidades de depósito ha aumentado, como se comentó con anterioridad al describir el cuadro 2.1.

No obstante, esta mejora en los resultados consolidados se debe principalmente a la actividad en el extranjero. Así, como se pone de manifiesto de manera detallada en el Recuadro 2.2, la rentabilidad de las entidades españolas en sus negocios en España a nivel individual, se ve presionada por los bajos tipos de interés, que podrían prolongarse durante un período largo de tiempo, y por el elevado volumen de activos dudosos y adjudicados. En la actividad en el extranjero, cuya evolución en los últimos años ha sido más positiva que en los negocios en España, también existen riesgos. Así, una ralentización de las economías emergentes podría aumentar la morosidad en dichos países, así como depreciar sus monedas frente al euro, lo que disminuiría su contribución al resultado agregado, lo que afectaría negativamente a la rentabilidad de los grandes grupos bancarios españoles con significativa presencia en el exterior. La depreciación del euro frente al dólar y la libra esterlina tendría el efecto contrario.

El aumento de los beneficios consolidados en el año en curso respecto al año anterior se produce tanto por una mejora del margen de intereses como por un descenso del volumen de provisiones dotadas por el deterioro del valor de los activos del balance (véase gráfico 2.13.A). En junio de 2015 crecen todos los márgenes (entre el 10 % y el 15 % en tasa interanual, véase cuadro 2.2), lo que continúa la tendencia de crecimiento desde los mínimos

	Jun-15		Jun-14	Jun-15
	m€	% var. jun 2015/ jun 2014	% ATM	% ATM
Productos financieros	55.254	-1,5	3,32	3,14
Costes financieros	21.064	-16,5	1,50	1,20
Margen de intereses	34.191	10,8	1,83	1,94
Rendimiento de los instrumentos de capital	806	-12,3	0,05	0,05
Resultados entidades método participación	2.175	29,7	0,10	0,12
Comisiones netas	11.643	4,2	0,66	0,66
Resultado de operaciones financieras	7.264	3,6	0,42	0,41
Otros resultados de explotación (neto)	-409	.	-0,08	-0,02
Margen bruto	55.670	10,8	2,98	3,16
Gastos de explotación	25.686	7,3	1,42	1,46
Margen de explotación	29.983	13,9	1,56	1,70
Pérdidas deterioro (prov. específicas, genéricas)	12.260	-10,5	0,81	0,70
Otras dotaciones a provisiones (neto)	2.619	87,6	0,08	0,15
Resultado de la actividad de explotación	15.104	34,6	0,67	0,86
Pérdidas por deterioro de activos distintos de la inversión crediticia	2.282	0,6	0,13	0,13
Resultados por ventas (neto)	2.149	-37,6	0,20	0,12
Resultados antes de impuestos	14.972	20,7	0,73	0,85
Resultado neto	12.594	37,1	0,54	0,72
Pro memoria				
Resultado atribuido a la entidad dominante	11.020	38,7	0,47	0,63

FUENTE: Banco de España.

del año 2012 (véase gráfico 2.13.B). Asimismo, continúa el descenso del porcentaje que las pérdidas por deterioro detraen del margen de explotación, que se ha reducido con fuerza desde los máximos alcanzados en el año 2012 (véase gráfico 2.14.A).

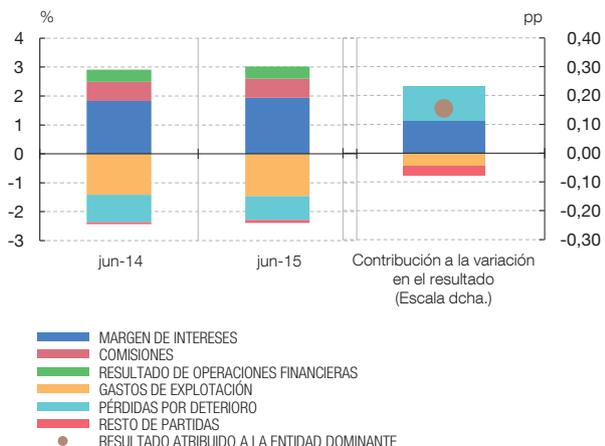
El margen de intereses se incrementó un 10,8%, debido al descenso de los costes financieros, mejora que se produjo principalmente por los negocios en el extranjero

Profundizando en el detalle de las principales rúbricas de la cuenta de resultados, se puede observar que el margen de intereses en la primera mitad de 2015 se ha incrementado un 10,8% (3.300 millones de euros) respecto al ejercicio anterior. Este aumento se debe al descenso de los costes financieros del 16,5%, dado que los productos financieros se han reducido en mucha menor magnitud (un 1,5%). En el actual contexto de tipos de interés bajos, la mejora en el margen de intereses se debe a que la caída de la rentabilidad media de las inversiones es menor a la del coste medio del pasivo. La mayor parte de este incremento del margen de intereses se debe a los negocios en el extranjero, cuyo margen ha crecido un 15,3% en tasa interanual. En la actividad en España, el margen de intereses también ha aumentado en el último año, aunque en menor medida, según se detalla en el Recuadro 2.2.

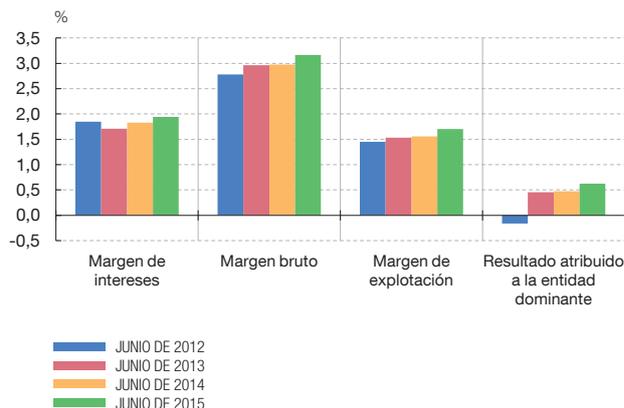
El margen bruto aumentó en la misma medida, tanto por las comisiones como por el resultado de operaciones financieras

En términos interanuales, el incremento del margen bruto es el mismo que el del margen de intereses, un 10,8%. Y al igual que para el margen de intereses, el origen principal de la mejora se encuentra en la actividad en el extranjero. Desglosando los principales elementos del margen bruto, se observa que tanto las comisiones netas como los resultados

A CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES A LA VARIACIÓN DEL RESULTADO CONSOLIDADO. PORCENTAJE SOBRE ATM



B MÁRGENES DE BENEFICIO SOBRE ATM



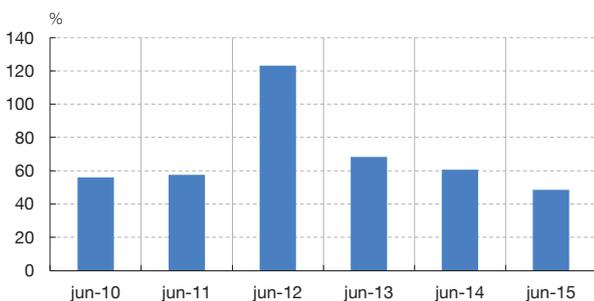
FUENTE: Banco de España.

de operaciones financieras, se incrementan en una magnitud similar, cercana al 4 %, entre la primera mitad de 2014 y la primera mitad de 2015⁴.

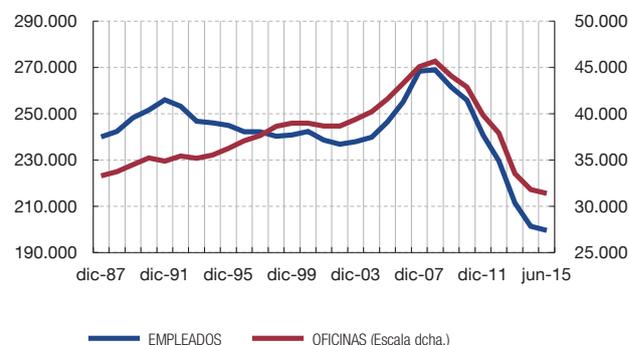
Los gastos de explotación crecieron, pero en menor medida que el margen bruto...

Los gastos de explotación también crecen en el último año, un 7,3 %, pero al hacerlo en menor medida que el margen bruto, ello desemboca en que el crecimiento del margen de explotación alcance el 13,9 %. El crecimiento de los gastos de explotación se debe principalmente a los negocios en el extranjero, donde se incrementan un 11,6 %, mientras que en los negocios en España también crecen pero muy levemente (ver Recuadro 2.2). Pese al ligero incremento en los gastos de explotación de la actividad en España (en parte motivado por los costes derivados de los procesos de integración que, aunque con mucha menor intensidad que en períodos anteriores, aún se han producido en el primer semestre de 2015), ha continuado en los últimos meses el proceso de ajuste de capacidad a través

A PORCENTAJE DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN QUE DETRAEN LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO



B EMPLEADOS Y OFICINAS
Negocios en España, DI.



FUENTE: Banco de España.

4 Además, como consecuencia de un cambio normativo, las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos no se realizarán hasta el final del ejercicio, lo que contribuye positivamente al resultado en la primera mitad del año.

de la reducción de oficinas y empleados (véase gráfico 2.14.B). Dicho gráfico muestra la magnitud del ajuste de oficinas y personal en el sector bancario español como consecuencia de la crisis. En la actualidad, el nivel de oficinas y empleados es inferior al del comienzo de la liberalización de la apertura de oficinas de las cajas de ahorros a finales de la década de los ochenta del siglo pasado. Lógicamente una parte de esta situación refleja también el aumento de la productividad consecuencia de las nuevas tecnologías aplicadas al sector bancario.

BAJA RENTABILIDAD EN EL NEGOCIO BANCARIO EN ESPAÑA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO

RECUADRO 2.2

En este Recuadro se analiza en detalle la cuenta de resultados de los bancos españoles en sus negocios en España. Aunque se ha vuelto a niveles positivos del ROE en el entorno del 5% para el negocio en España, estos están aún alejados de los niveles habituales de mediados de la década pasada y finales de los años 90 (véase gráfico A) y se sitúan por debajo del coste del capital¹, lo que plantea un reto a las entidades españolas en relación a su actual modelo de negocio.

Los principales elementos de presión sobre la cuenta de resultados del negocio en España son el bajo nivel de tipos de interés prevaleciente en la zona euro (que aún podría perdurar un período de tiempo dilatado), el aún bajo nivel de actividad y el significativo volumen de activos improductivos (dudosos y adjudicados) en el balance de las entidades. La presión sobre la cuenta de resultados del entorno de bajos tipos de interés, en respuesta a una tasa de inflación en la zona del euro por debajo de los objetivos establecidos por el BCE, es un factor que afecta, no solo a las entida-

des españolas, sino también a la mayor parte de los bancos europeos, al igual que los otros dos factores, si bien con distinta intensidad entre países. En España, como se observa en el gráfico B, los tipos de interés de activo y de pasivo de la banca se encuentran en mínimos históricos.

Para describir la evolución reciente de los resultados, conviene analizar los distintos elementos que componen la cuenta de resultados. El margen de intereses de los negocios en España ha aumentado un 4,2% en el último año (véase cuadro A). El aumento se produce porque el descenso de los costes financieros (-35,6%) es superior a la reducción de los ingresos financieros (-17,1%).

¹ El BCE estima que dicho coste de capital se encontraría actualmente entre el 8% y el 10% para la mayoría de los bancos de la eurozona. Véase Box 5 del Financial Stability Review de mayo de 2015. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201505.en.pdf?3cd887eb74f562fc8db70554df5b01ca>

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS INDIVIDUAL. NEGOCIOS EN ESPAÑA ENTIDADES DE DEPÓSITO (a)

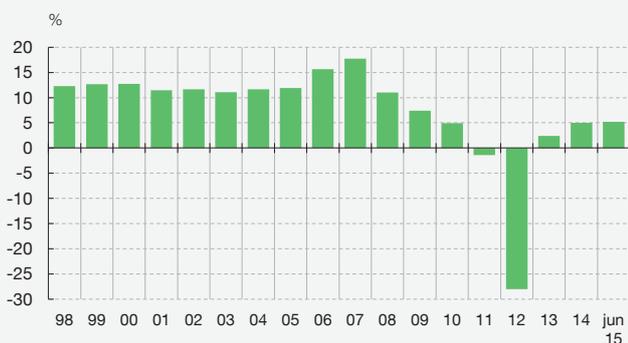
CUADRO A

	Jun-15	% var.	Jun-14	Jun-15
	m€	jun 2015/ jun 2014	% ATM	% ATM
Productos financieros	21.850	-17,1	2,10	1,73
Costes financieros	9.114	-35,6	1,13	0,72
Margen de intereses	12.736	4,2	0,97	1,01
Comisiones netas	5.329	1,1	0,42	0,42
Resultado de operaciones financieras	4.727	-20,8	0,48	0,38
Margen bruto	27.248	-4,3	2,27	2,16
Gastos de explotación	12.408	1,0	0,98	0,98
Margen de explotación	14.840	-8,3	1,29	1,18
Pérdidas por deterioro de activos	8.393	-17,2	0,81	0,67
Resultado neto	5.748	3,2	0,44	0,46

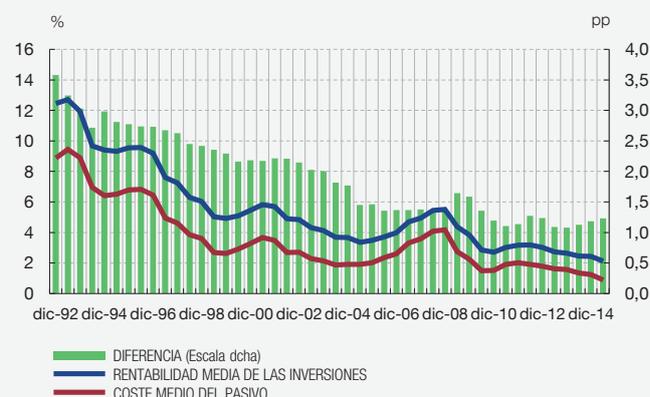
FUENTE: Banco de España.

a Esta cuenta de resultados es la correspondiente a las entidades con obligación de declarar recursos propios.

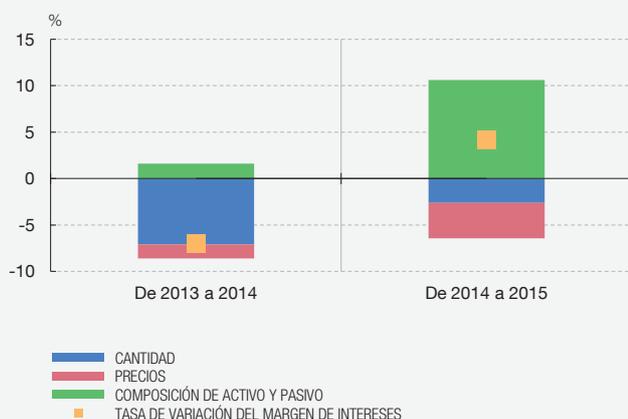
A RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS
Negocios en España, DI



B DIFERENCIA ENTRE LA RENTABILIDAD MEDIA DE LAS INVERSIONES Y EL COSTE MEDIO DEL PASIVO
Negocios en España, DI.



C PORCENTAJE DE LA VARIACIÓN DEL MARGEN DE INTERESES EXPLICADO POR CADA FACTOR
Negocios en España, DI



D TIPOS MARGINALES DE ACTIVO Y DE PASIVO (a)
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

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

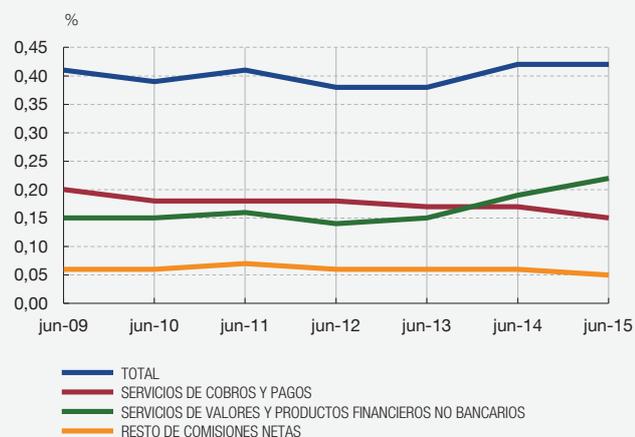
No obstante, como se observa en el gráfico C, la principal causa del crecimiento del margen de intereses en el último año se debe a los cambios en la composición del balance. En particular, la baja remuneración de los depósitos a plazo ha provocado una sustitución de estos por depósitos a la vista (véase gráfico 2.11.B), un pasivo que resulta menos costoso para las entidades.

La sostenibilidad del margen de intereses en situaciones donde existe un diferencial de tipos tan reducido depende en buena medida de la existencia de un nivel de actividad suficientemente elevado, algo que en la actualidad no sucede. De hecho, el impacto de la actividad (efecto cantidad) también ha sido negativo en el último año, aunque de menor magnitud absoluta que el año anterior.

El efecto precio sobre el margen de intereses consecuencia de los tipos de interés medios aplicados a los activos y pasivos ha sido negativo, debido a la ya muy reducida remuneración media del pasivo, donde el margen de maniobra es cada vez menor y, en menor medida, al aumento de la competencia por el lado del activo. Así, en los últimos meses, la caída de los tipos marginales de las nuevas operaciones de activo ha sido algo mayor que la de los tipos de las nuevas operaciones de pasivo (véase gráfico D).

El margen bruto de los negocios en España se reduce en tasa interanual, en concreto un 4,3%. La fuerte caída de los resultados de operaciones financieras (-20,8%), junto con el descenso de los dividendos cobrados por las inversiones en instrumentos de capital, explican esta reducción del margen bruto. Los resultados por la venta de activos financieros se han reducido respecto a los obtenidos en el primer semestre de 2014 y 2013, pero no obstante, siguen siendo superiores a los registrados en los años anteriores.

E COMISIONES NETAS Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES COMO PORCENTAJE DE ATM Negocios en España, DI

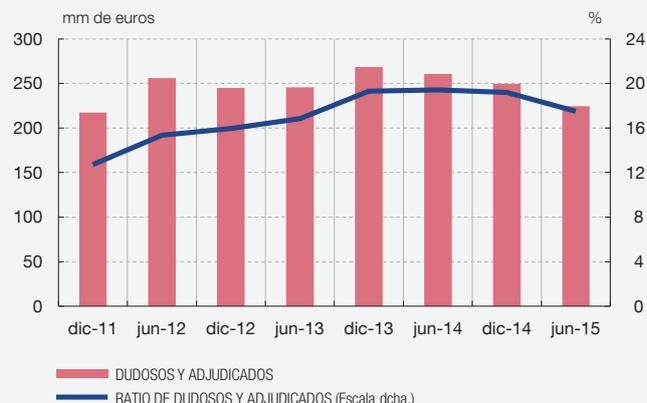


FUENTE: Banco de España.

Por su parte, las comisiones netas, aunque se incrementan ligeramente en el último año (1,1%), no logran compensar la fuerte caída del resultado de las operaciones financieras y de ahí la caída del margen bruto. En cualquier caso, la evolución de las comisiones contiene dos elementos muy dispares. Por un lado, crecen las comisiones relacionadas con la comercialización de productos financieros no bancarios y por servicios de valores, en línea con la mayor demanda de estos productos dados los bajos tipos de interés. Por otro lado, se reducen las procedentes de los servicios de cobros y pagos, más vinculadas a la actividad bancaria (véase gráfico E).

Los gastos de explotación de la actividad en España crecen levemente en tasa interanual (1%), pero como se ha indicado en el cuerpo del Informe, continúa su contención a través de la reducción del número de oficinas y empleados (véase gráfico 2.14.B), proceso que aún se espera que siga teniendo cierto recorrido y permita mejoras adicionales de eficiencia. No obstante, las ganancias de eficiencia derivadas del ahorro de costes encuentran como restricción la necesidad de contener los riesgos operativos y, en particular, los de naturaleza tecnológica.

F ACTIVOS DUDOSOS Y ADJUDICADOS, Y RATIO DE DUDOSOS Y ADJUDICADOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE Negocios en España



Por ello, en algunos casos, puede resultar apropiado estudiar posibles operaciones corporativas con objeto de lograr de manera sostenida las ganancias de eficiencia sugeridas.

Las pérdidas por deterioro de activos continúan su tendencia descendente y se reducen un 17,2% en tasa interanual, por lo que finalmente el resultado neto de los negocios en España mejora ligeramente, un 3,2% (175 millones de euros) entre junio de 2015 y junio de 2014. Pese a este descenso de las pérdidas por deterioro, como ya se ha comentado, el alto volumen de activos dudosos en los balances de las entidades supone otro elemento de presión sobre la cuenta de resultados en la medida que estos activos no contribuyen de forma positiva, sino que consumen recursos y suponen costes tanto por provisiones (pérdida de valor), como por su mantenimiento. El gráfico F refleja el elevado volumen de activos improductivos, conformados por los activos dudosos y los activos adjudicados, así como la ratio de dudosos y adjudicados sobre el crédito al sector privado residente, que provoca esa mayor presión sobre la cuenta de resultados.

...mejorando con ello la ratio de eficiencia de las entidades

Dado que el margen bruto crece en mayor medida que los gastos de explotación, la ratio de eficiencia (cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto) mejora y se sitúa en el 46,1% en junio de 2015, 1,5pp por debajo de la del mismo período del año anterior. Sin embargo, en la actividad en España, la peor evolución del margen bruto provoca que la ratio de eficiencia haya empeorado en los últimos doce meses.

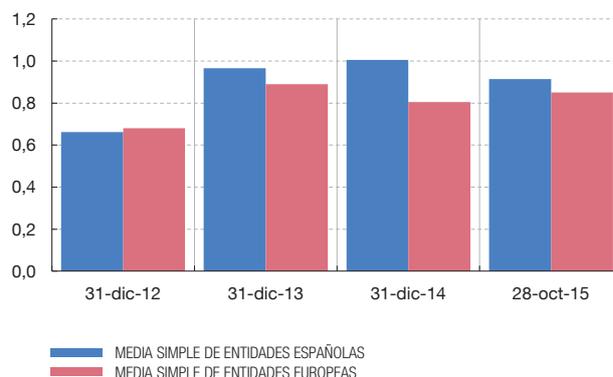
Las pérdidas por deterioro de activos continuaron su tendencia descendente desde 2012

Las pérdidas por deterioro de activos (provisiones específicas y genéricas) continúan su tendencia descendente (véase gráfico 2.14.A) desde los máximos del año 2012 (cuando se aplicaron los RDL 2/2012 y 18/2012), como consecuencia en parte de la reducción de la morosidad comentada en la sección 2.1.1. En particular, se reducen un 10,5% en tasa interanual en junio de 2015 (casi 1.500 millones de euros). Este descenso se debe a la actividad en España, ya que en los negocios en el extranjero las pérdidas por deterioro

A EVOLUCIÓN DE LAS COTIZACIONES BURSÁTILES ENTRE EL 1 DE ENERO DE 2015 Y EL 28 DE OCTUBRE DE 2015



B COCIENTE ENTRE EL VALOR DE MERCADO Y EL VALOR EN LIBROS (PRICE TO BOOK VALUE)



FUENTE: Datastream.

a Para la media de entidades españolas se incluyen todos los bancos españoles cotizados en cada fecha, mientras que para la media de entidades europeas se incluyen los principales bancos europeos.

de activos financieros han aumentado en el último año. De hecho, el importante descenso de estas dotaciones a provisiones en España supone una aportación muy positiva que contribuye de manera decisiva a que el resultado de los negocios en España también haya mejorado respecto al último año. Por su parte, las pérdidas por deterioro de otros activos distintos de la inversión crediticia (entre las que se incluyen las dotaciones por pérdidas en los activos adjudicados) se mantienen relativamente constantes (crecen un 0,6 %) en referencia al año anterior.

En definitiva, los resultados consolidados totales de las entidades de depósito españolas en la primera mitad de 2015 continúan la recuperación iniciada en 2013, si bien la rentabilidad se mantiene como un factor de riesgo

En resumen, los resultados consolidados totales de las entidades de depósito españolas en la primera mitad de 2015 continúan la recuperación iniciada en 2013. Todos los márgenes mejoran más del 10 % respecto al año anterior, incluido el margen de intereses, como consecuencia de la mayor caída del coste medio del pasivo frente a la rentabilidad media del activo. Asimismo, siguiendo la tendencia de los últimos trimestres, la mejor evolución de la morosidad reduce las dotaciones de provisiones por deterioro de activos, lo que contribuye a la mejora de los resultados. No obstante, pese a esta mejora respecto a los resultados de los últimos años, los valores actuales se sitúan en niveles históricamente bajos, ya que el entorno de bajos tipos de interés, reducida actividad y aún elevados niveles de activos dudosos, introducen presión sobre la cuenta de resultados de las entidades en España.

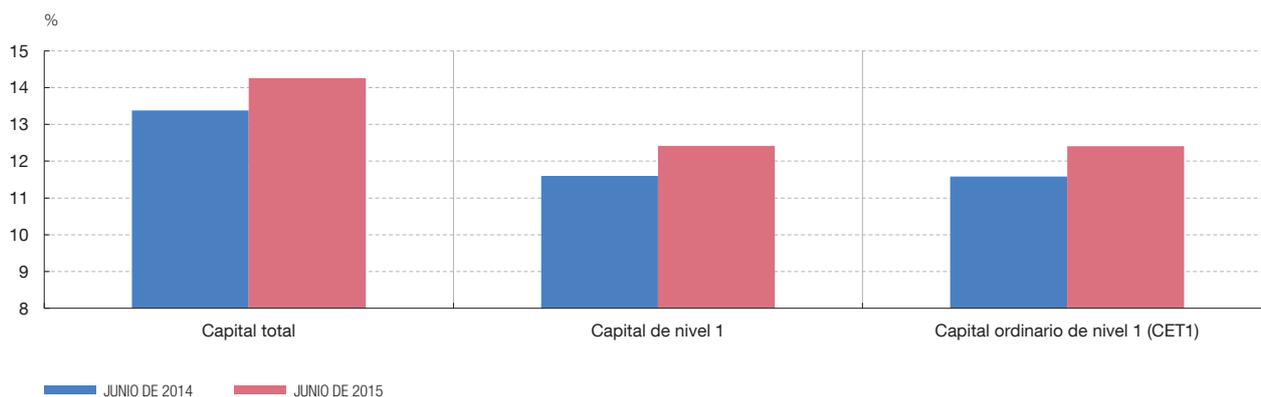
La evolución en Bolsa de las entidades españolas ha sido peor que la de sus homólogas europeas en los últimos meses

En los últimos meses, la evolución en Bolsa de las entidades cotizadas españolas ha sido menos positiva que la de sus homólogas europeas (véase gráfico 2.15.A). El cociente entre el valor de mercado y el valor en libros de los bancos españoles, aunque se mantiene ligeramente por encima del de las principales entidades a nivel europeo, ha perdido posiciones respecto a las mismas en lo que va de año (véase gráfico 2.15.B).

2.3 Solvencia

La ratio de capital de mayor calidad (CET1) alcanzó en junio de 2015...

La ratio de capital de mayor calidad, el capital ordinario de nivel 1 (CET1), del conjunto de entidades de depósito españolas se sitúa en junio de 2015 en el 12,4 %, lo que supone un aumento de más de 80 puntos básicos respecto a su nivel en junio de 2014 (véase gráfico 2.16). Este aumento se debe principalmente a las ampliaciones de capital realizadas a finales de 2014 y principios de 2015 por las dos entidades de mayor tamaño. Así, la



FUENTE: Banco de España.

...el 12,4 %, tras mostrar un notable incremento,...

ratio de capital ordinario de nivel 1 a nivel agregado supera con holgura el mínimo regulatorio del 4,5 %⁵.

... mientras la ratio de capital total alcanzó el 14,3 % y la ratio de capital de nivel 1 el 12,4 %, por encima de sus respectivos mínimos regulatorios

De manera similar, la ratio de capital total alcanza el 14,3 % en junio de 2015, habiendo experimentado una subida similar a la de la ratio de CET1 en el último año. Por su parte, la ratio de capital de nivel 1 (que añade al CET1 el capital adicional de nivel 1) se sitúa en junio de 2015 prácticamente en el mismo nivel que la ratio CET1 (12,4 %) debido al efecto de los ajustes transitorios graduales, especialmente por el lado de las deducciones⁶. Ambas ratios de capital se sitúan ampliamente por encima de los requerimientos mínimos del 8 % y del 6 %, respectivamente. En términos absolutos, el CET1 se ha incrementado en más de 17 mm de euros en el último año, hasta prácticamente alcanzar los 210 mm de euros en junio de 2015. Por su parte, el volumen de capital total ha subido en una cantidad ligeramente superior, 19 mm de euros, hasta los 240 mm de euros registrados en junio de 2015 (véase gráfico 2.17.A).

El CET1 constituye la gran mayoría de los fondos propios

En cuanto a la composición de los fondos propios, el capital ordinario de nivel 1 constituye la gran mayoría de los mismos, un 87 %. Los restantes fondos propios proceden mayormente del capital de nivel 2 (véase gráfico 2.17.B). Esta composición de los fondos propios se ha mantenido prácticamente constante a lo largo del último año.

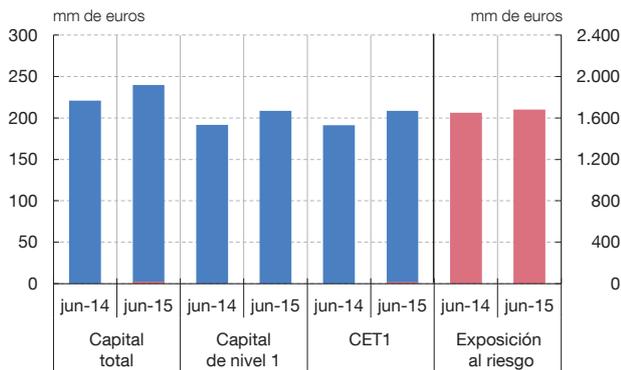
El capital y las reservas son los dos componentes principales del CET1

En cuanto a la composición del capital ordinario de nivel 1, desde el punto de vista de los elementos computables, los instrumentos de capital constituyen la rúbrica más relevante (47 %). Las reservas les siguen en importancia cuantitativa (30 %), de modo que ambas partidas superan el 75 % de los elementos computables del CET1. A continuación se sitúan

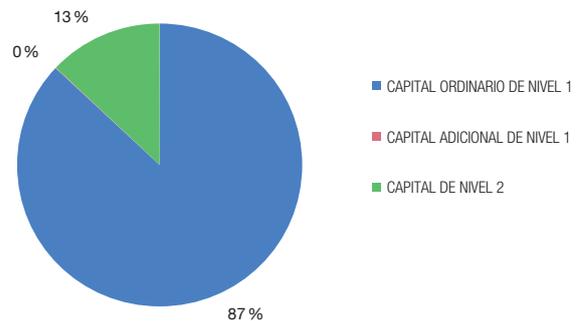
5 A partir del 1 de enero de 2016 comienza la aplicación progresiva (phase in) del colchón de conservación de capital, que aumentará los requerimientos un 0,625 % cada año hasta alcanzar el 7 % definitivo de CET1 en 2019. Adicionalmente, también a partir de 2016, para todas las entidades, incluidas las supervisadas directamente por el MUS, que representan más del 90 % del sistema bancario español, al requerimiento mínimo de capital por el Pilar 1 se añade el del Pilar 2, resultado de la discrecionalidad supervisora y que puede solaparse con algunos de los colchones de capital existentes.

6 Las ratios tienen en cuenta los ajustes transitorios que facilitan la implementación progresiva de Basilea III. El calendario de implementación establece que, en términos generales, en 2015, sólo se deduzca del capital ordinario el 40 % de los importes de las deducciones, mientras que el restante 60 % se deduzca del capital adicional de nivel 1. En términos cuantitativos, los principales ajustes transitorios son los referidos a las deducciones de activos intangibles y, en segundo lugar, las deducciones de activos fiscales diferidos basados en un futuro rendimiento.

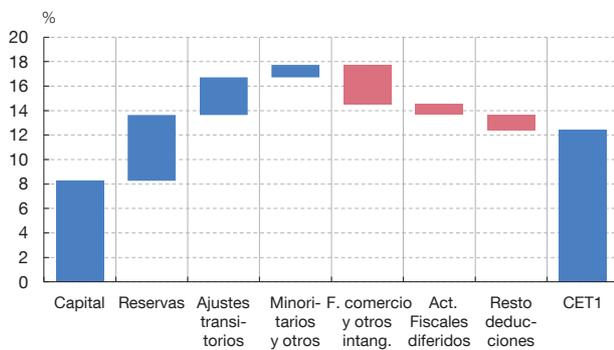
A NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO (Escala dcha.)



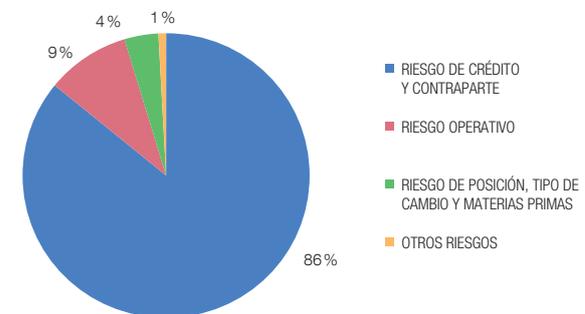
B COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS



C COMPOSICIÓN DE LA RATIO DE CAPITAL ORDINARIO DE NIVEL 1 SOBRE ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



D COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



FUENTE: Banco de España.

los ajustes transitorios (17 %), y los intereses minoritarios y otros (6 %). La importancia relativa de los elementos computables del CET1 no ha sufrido variaciones significativas en el último año, aunque se ha reducido ligeramente la proporción de instrumentos de capital aumentando la de reservas y ajustes transitorios. En cuanto a las deducciones, pese a que se han reducido en el último año, las derivadas del fondo de comercio y otros activos intangibles continúan siendo las más relevantes con diferencia (60 %). Las deducciones procedentes de los activos fiscales diferidos se han reducido hasta el 16 %, siendo superadas en importancia cuantitativa por el resto de deducciones (24 %). Esta estructura del capital ordinario de nivel 1 en términos de los activos ponderados por riesgo (APRs) aparece reflejada en el gráfico 2.17.C.

Los activos ponderados por riesgo aumentaron un 1,8 %, reduciéndose su peso sobre el activo total hasta el 46 %

Finalmente, en relación al denominador de las ratios de capital, los APRs, superan los 1.681 mm de euros en junio de 2015, lo que supone un aumento del 1,8 % respecto a los APRs registrados en el mismo período del año anterior. Aún así, dado que el activo total de las entidades de depósito ha aumentado en mayor proporción, su peso sobre el mismo se ha reducido en casi un punto porcentual, hasta el 46 %. La composición de los APRs prácticamente no ha variado en el último año, de modo que el riesgo de crédito y contraparte⁷

⁷ Este riesgo recoge el procedente de las exposiciones crediticias, las exposiciones de renta variable y las posiciones de titulización, e incluye tanto el calculado utilizando los APRs obtenidos mediante el método estándar como los obtenidos mediante el método basado en calificaciones internas.

constituye de manera destacada su principal componente (86 %). A continuación se sitúan el riesgo operativo (9 %) y el riesgo de posición, tipo de cambio y materias primas (4 %), mientras que el resto de riesgos representan menos del 1 % de los APRs (véase gráfico 2.17.D). Tampoco se han producido variaciones sustanciales en el volumen de exposiciones sujetas al método estándar o al IRB, ni en las densidades relativas (cociente entre los activos ponderados por riesgo y la exposición total) por carteras de ambos enfoques.

En definitiva, las entidades españolas han continuado reforzando su solvencia para hacer frente a riesgos potenciales

A la vista de lo anterior, las entidades españolas han continuado reforzando su solvencia para hacer frente a riesgos potenciales como los señalados a lo largo de este Informe. Dicho reforzamiento no solo se expresa en la mejora de los ratios de solvencia, en cualquiera de sus definiciones, sino también en el aumento del volumen absoluto de recursos propios, al tiempo que crecen ligeramente los APRs.

3 OTROS ASUNTOS. ACTIVOS FISCALES DIFERIDOS

En este Capítulo se describe el tratamiento de los activos por impuestos diferidos (*deferred tax assets*, DTA) en la actual normativa fiscal y de solvencia bancaria. Asimismo, se presentan los cambios adoptados recientemente en esta normativa.

Los activos por impuestos diferidos son un derecho a pagar menos impuestos futuros. Son de dos tipos: diferencias temporarias generadas por los distintos criterios fiscal y contable, y...

Los DTA representan un derecho a pagar menos impuestos en futuras declaraciones fiscales. Hay dos tipos de DTA: los derivados de diferencias temporarias y los créditos fiscales por bases imponibles negativas. Un DTA por diferencia temporaria surge como consecuencia de los diferentes criterios que utilizan el marco contable y el marco fiscal a la hora de determinar en qué momento puede reconocerse un determinado gasto. Por ejemplo, hay determinadas provisiones que bajo el marco contable se consideran gasto en el momento en el que se dotan, pero que bajo el marco fiscal no se aceptan como tal hasta una fecha futura. Cuando esto sucede, el beneficio que obtiene la empresa calculado bajo el marco contable será inferior al que se calcula bajo el marco fiscal, siendo este último sobre el que se aplica el tipo impositivo que da lugar al pago del impuesto.

Esa diferencia entre el impuesto que habría que pagar según el beneficio contable y lo que realmente se paga es lo que se registra como un DTA por diferencia temporaria. Cuando en una fecha futura el marco fiscal considere ese gasto admisible, se producirá el efecto contrario: el beneficio contable será superior al fiscal, y se dará de baja el DTA por diferencia temporaria del balance de la empresa.

...créditos fiscales por bases imponibles negativas

El otro tipo de DTA son los créditos fiscales por bases imponibles negativas: las empresas pueden compensar los beneficios fiscales obtenidos en un año con las pérdidas fiscales que la empresa haya experimentado en años anteriores, antes de determinar el importe de impuestos a pagar. Mientras las pérdidas fiscales no se hayan compensado, se reconoce en el balance un DTA de crédito fiscal por bases imponibles negativas. Cuando en un ejercicio futuro la empresa obtenga beneficios y haga uso de esa compensación, se dará de baja del balance el DTA.

El volumen de DTA superaba los 68.000 millones de euros en diciembre de 2014, lo que se explica porque...

Los grupos de entidades de crédito significativas, aquellas bajo la supervisión directa del MUS, presentaban 68.464 millones de euros de activos fiscales diferidos netos de pasivos fiscales a 31 de diciembre de 2014. Estos importantes saldos de DTA se explican en gran parte por el carácter restrictivo de las normas contables y fiscales aplicables en España:

...la norma fiscal española es muy restrictiva en la admisibilidad de gastos fiscales, y...

i) La normativa fiscal no reconoce como gastos fiscalmente deducibles distintos conceptos recogidos como gasto en los estados contables. Para las entidades de crédito, ejemplos típicos son las provisiones genéricas que están obligadas a constituir, que no son consideradas en su mayor parte gasto fiscal deducible, o las provisiones para riesgos con garantía real.

...la norma contable española es muy exigente, por ejemplo en el caso de las provisiones

ii) El carácter restrictivo de la normativa fiscal se ve retroalimentado por su interrelación con la normativa contable, también muy exigente. Esta interrelación es especialmente reseñable en el caso de las provisiones. Como consecuencia de la regulación contable aplicable al sector bancario, las entidades de crédito españolas dotan normalmente un volumen de provisiones muy elevado en comparación con las empresas de otros sectores y las entidades de otros países. Estas exigencias se incrementaron significativamente por las provisiones

extraordinarias para el sector inmobiliario que se constituyeron con el fin de sanear los balances de las entidades de crédito (RDL 2/2012 y 18/2012).

La combinación de unas exigencias de provisión más elevadas con una menor aceptación de las mismas como gasto fiscal, explica en gran parte la existencia de importantes volúmenes de DTA en los balances de las entidades de crédito españolas.

Para asegurar el registro contable de los créditos fiscales, se establecen mecanismos para asegurar el aprovechamiento de los DTA por diferencias temporarias

Con el fin de asegurar la recuperabilidad de estos derechos frente a la Hacienda Pública, reforzando así el patrimonio de las sociedades españolas contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades, con independencia de su tamaño, forma jurídica, características, actividad o sector económico en el que opere, se introdujo mediante el Real Decreto Ley 14/2013 una modificación de la Ley del Impuesto de Sociedades¹. Esta reforma estableció mecanismos para garantizar a dichas empresas la recuperación del importe de determinados DTA por diferencias temporarias (los DTA que están cubiertos por esta garantía se suelen denominar DTC, *deferred tax credits*). Brevemente, los principales aspectos sobre los que se instrumenta son:

- i) Permite, con las limitaciones que se describen a continuación, la compensación de los saldos a que se refiere la nueva norma con otras deudas de naturaleza tributaria, o bien su reembolso.
- ii) Ese mecanismo no se extiende a todos los DTA, sino únicamente a aquellos que deriven de diferencias temporarias. Además, sólo abarca las diferencias temporarias que se hayan generado por dos conceptos: dotaciones para insolvencias o bienes adjudicados, o gastos de compromisos por pensiones.
- iii) No solo es restrictivo el alcance del mecanismo, sino también los supuestos en que se activaría: en caso de insolvencia o liquidación de la sociedad, íntegramente, y, si existen pérdidas contables, de forma limitada a la proporción que representen las pérdidas sobre los fondos propios de la sociedad. Adicionalmente, si los DTC no revierten en el plazo de 18 años, se podrán canjear por valores de deuda pública.

Tanto los supuestos de activación como el alcance del mecanismo son restrictivos...

...por lo que la probabilidad de que los DTC tengan un impacto relevante en los ingresos fiscales del Estado es muy reducida

En cuanto a su impacto sobre las entidades de crédito, cualquier estimación razonable lleva a considerar que la probabilidad de que acontezca alguna de las situaciones que desencadenaría el reintegro de los DTC por la Hacienda Pública con algún impacto relevante en los ingresos fiscales del Estado es muy reducida. Esta conclusión está basada en el carácter restrictivo del mecanismo en cuanto a las diferencias temporarias cubiertas y supuestos en que se activaría, siendo estos últimos de muy reducida probabilidad de ocurrencia como muestra la experiencia histórica. Por ello, seguirá siendo lo normal que los DTC se vayan recuperando de forma natural, mediante su imputación como gasto fiscal en el ejercicio en que pasen a ser deducibles.

La CRR establece que los activos fiscales diferidos de la banca que dependen de rendimientos futuros se deducen del CET1

Si bien el previsible impacto del reintegro de los DTC por la hacienda pública a las entidades de crédito es muy limitado, sí que existe un efecto relevante en cuanto a la determinación de los recursos propios computables. La nueva normativa europea de solvencia (CRR), que entró en vigor en enero de 2014, introdujo como novedad que los activos fiscales diferidos de la banca que dependan de rendimientos futuros se deducen de los

¹ La anterior Ley del impuesto de sociedades ha sido sustituida recientemente por la Ley 27/2014, que recoge los mecanismos que garantizan la capacidad de recuperar determinados DTA en términos análogos a la anterior norma.

recursos propios computables (en concreto del capital de mayor calidad, el CET1). Este cambio en la normativa de solvencia supuso modificar significativamente la relevancia que para evaluar la solvencia de las entidades de crédito españolas tienen los DTA que mantienen en sus balances.

La norma fiscal que introdujo mecanismos para recuperar ciertos DTA permitió mitigar su impacto potencial sobre los ratios de capital

La norma fiscal que introdujo mecanismos para recuperar ciertos DTA permitió mitigar el impacto potencial de los DTA sobre los ratios de capital. Como se ha apuntado, la CRR exige que se deduzcan del capital los DTA que dependan de rendimientos futuros. Sin embargo, la recuperabilidad de los DTC ha dejado de depender de que la entidad de crédito obtenga beneficios en el futuro. Por esta razón, la CRR contempla la no deducción de esos DTC al calcular la ratio de capital.

Normativa europea de ayudas de Estado y modificación de la legislación fiscal española

El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece que serán incompatibles con el mercado interior, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, que falseen la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones.

La Comisión Europea ha efectuado requerimientos de información, fruto de los cuales se modifica la legislación fiscal, garantizando su compatibilidad con la normativa europea sobre ayudas de Estado

La Comisión Europea ha efectuado requerimientos de información al Estado español, igual que ha ocurrido con otros países comunitarios que tienen una normativa similar, en relación con aquellos DTA que no minoran los recursos propios de las entidades. Fruto de dichos requerimientos se ha acordado una modificación de la Ley del Impuesto sobre Sociedades a través de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2016 que garantiza la compatibilidad de la norma fiscal sobre DTC con la normativa europea sobre ayudas de Estado.

Se distinguen dos tipos de DTC:

La modificación prevista se ha basado en la distinción entre diferentes tipos de DTC, en función de si se han generado en periodos en los que se han pagado impuestos o no:

Los que han producido un mayor pago de impuestos (tipo 1) y...

i) Tipo 1 son aquellos DTC que han producido en el periodo un mayor pago de impuestos (la diferencia temporaria surge como consecuencia de un gasto contable que no es admitido como gasto fiscal, lo que supone una mayor base imponible y un mayor pago de impuestos).

...el resto (tipo 2), para los que se cambia la norma en tres aspectos

ii) Tipo 2 son el resto de DTC: aquellos casos en los que, pese a que la diferencia temporaria hace que el resultado fiscal sea mayor que el contable, la entidad arroja bases imponibles negativas (pérdidas fiscales), o siendo positivas, son insuficientes para cubrir la totalidad de los DTC generados, por lo que no hay efectivo pago de impuestos.

Esta distinción atiende a la idea de que en los DTC de tipo 1 la entidad ha anticipado impuestos al no habersele permitido deducir fiscalmente parte de los gastos contables, por lo que dichos DTC únicamente garantizan que las empresas podrán recuperar el exceso de impuestos pagados.

Por ello, la modificación de la normativa fiscal se ha centrado en los DTC de tipo 2. El cambio normativo se centra en tres aspectos, manteniéndose inalteradas las características básicas del mecanismo (las fuentes de las diferencias temporarias que pueden ser garantizadas no se modifican, ni tampoco los eventos en que se activaría dicha garantía).

Primero, a partir de 2016, solo se concederá garantía a nuevos DTC si son de tipo 1

El primer cambio se circunscribe a las diferencias temporarias susceptibles de ser DTC que se generen a partir de 2016. La nueva normativa fiscal establece que sólo quedarán cubiertas por el mecanismo de garantía las diferencias temporarias por dotaciones para insolvencias o bienes adjudicados, o gastos de compromisos por pensiones, con el límite del impuesto efectivamente pagado en dicho ejercicio. Esto significa que a partir de 2016, sólo se concederá garantía a nuevos DTC si son de tipo 1 (no pueden generarse DTC de tipo 2).

En el caso de que la cuota líquida positiva de un ejercicio sea superior a las diferencias temporarias susceptibles de generar un DTC en dicho ejercicio, el sobrante podrá emplearse para considerar como DTC de tipo 1, diferencias temporarias por dotaciones para insolvencias o bienes adjudicados, o gastos de compromisos por pensiones de ejercicios anteriores (incluso del stock a 31 de diciembre de 2015) o de los 2 ejercicios siguientes (que en el cálculo de su propio ejercicio se habían considerado de tipo 2).

Segundo, por los DTC de tipo 2 existentes a final de 2015, se pagará una prestación patrimonial anual del 1,5 %

El segundo cambio introduce un encaje adecuado para el volumen de DTC existente a 31 de diciembre de 2015. Si la entidad decide mantener la garantía, la misma abarcará la totalidad de este importe (con independencia de si son DTC de tipo 1, o de tipo 2), pero a cambio las entidades deberán pagar una prestación patrimonial anual del 1,5 % sobre la parte de dicho importe que se corresponda con DTC de tipo 2.

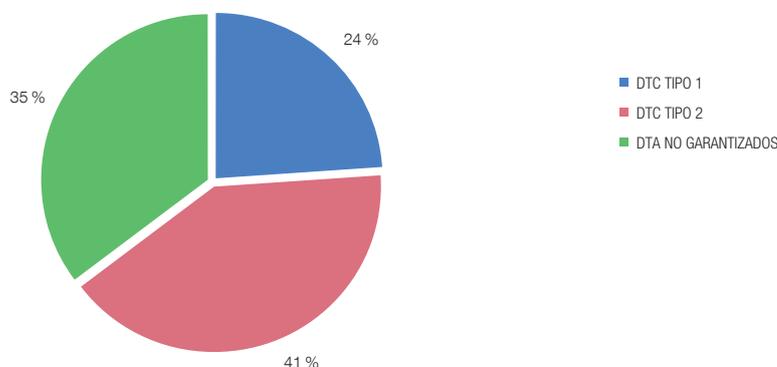
El montante sobre el que debe pagarse la prestación patrimonial se calcula en un momento inicial como la diferencia entre los DTC generados en los períodos impositivos 2008-2015 y la suma agregada de las cuotas líquidas del impuesto en el mismo periodo. En ejercicios futuros, este montante podrá reducirse como consecuencia de la reversión de las diferencias temporarias que lo integran, o por el mecanismo expuesto anteriormente. El primer periodo impositivo por el que se debe pagar la prestación patrimonial es 2016.

Tercero, el régimen de aplicación del mecanismo de garantía pasa de ser automático a voluntario

Por último, el tercer cambio se ha introducido como contrapartida a la exigencia de pago de una nueva prestación patrimonial: el régimen de aplicación del mecanismo de garantía pasa de ser automático a voluntario. Las entidades deben optar por aceptar la garantía (y pagar la prestación patrimonial), o rechazarla. Si la aceptan, esta se mantendrá de forma indefinida, mientras queden saldos de DTC.

CLASIFICACIÓN DE LOS ACTIVOS FISCALES DIFERIDOS (a)

GRÁFICO 3.1



FUENTE: Banco de España.

a DTA: activos por impuestos diferidos. DTC: DTA garantizados.

Las entidades pagarán una prestación patrimonial del 1,5% por la garantía

Sobre la base de la información a 31 de diciembre de 2014, los principales grupos de entidades de crédito españoles (bajo supervisión del MUS) tenían 68.464 millones de euros de activos fiscales diferidos netos de pasivos fiscales, de los que 44.287 m de euros eran DTC (41.468 M€ de ellos generados en España). De estos últimos, se estima que 27.924 m de euros son DTC de tipo 2 (véase gráfico 3.1). La aplicación de una prestación patrimonial del 1,5% a estos DTC, implicaría un desembolso para las entidades de 419 m de euros.

Dicha prestación patrimonial se irá reduciendo al irse dando de baja progresivamente los DTC tipo 2

Debe tenerse en cuenta que esta prestación patrimonial se irá reduciendo gradualmente, ya que se calcula sobre los DTC de tipo 2, cuyo stock actual se irá dando de baja progresivamente, mientras que la nueva norma fiscal impide la creación de nuevos DTC tipo 2. A medida que el volumen remanente de DTC de tipo 2 se vaya reduciendo, también se reducirá la prestación patrimonial a pagar.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (anual)
Billettería (ediciones en español e inglés) (semestral)
Boletín Económico (ediciones en español e inglés) (mensual)
Estabilidad Financiera (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago
Memoria de la Central de Información de Riesgos (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)
Research Update (semestral)

NO PERIÓDICOS

Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).
- 77 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: The effect of institutions on European housing markets: An economic analysis (2010).
- 78 PABLO MORENO: The Metamorphosis of the IMF (2009-2011) (2013).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 1: Banco de San Carlos (2009).
- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).

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

Todas las publicaciones del Banco de España se pueden descargar gratuitamente en formato electrónico en www.bde.es, a excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Formación y Selección.

- 56 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 2: Banco de San Fernando (1829-1856) (2010).
- 57 FRANCISCO MANUEL PAREJO MORUNO: El negocio del corcho en España durante el siglo XX (2010).
- 58 PILAR NOGUES-MARCO: Tipos de cambio y tipos de interés en Cádiz en el siglo XVIII (1729-1788) (2011).
- 59 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 3: Banco de España (2011).
- 60 ADORACIÓN ÁLVARO MOYA: La inversión directa estadounidense en España. Un estudio desde la perspectiva empresarial (c. 1900-1975) (2012).
- 61 RAFAEL CASTRO BALAGUER: La banca francesa en la España del siglo XX (2012).
- 62 JULIO MARTÍNEZ GALARRAGA: El potencial de mercado provincial en España, 1860-1930. Un estudio de nueva geografía económica e historia económica (2013).
- 63 SERGIO ESPUELAS BARROSO: La evolución del gasto social público en España, 1850-2005 (2013).
- 64 JORDI MALUQUER DE MOTES: La inflación en España. Un índice de precios de consumo, 1830-2012 (2013).
- 65 ELENA CAVALIERI: España y el FMI: La integración de la economía española en el Sistema Monetario Internacional, 1943-1959 (2014).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1312 MAITE BLÁZQUEZ CUESTA Y SANTIAGO BUDRÍA: Does income deprivation affect people's mental well-being?
- 1313 ENRIQUE ALBEROLA, ÁNGEL ESTRADA Y DANIEL SANTABÁRBARA: Growth beyond imbalances. Sustainable growth rates and output gap reassessment.
- 1314 CARMEN BROTO Y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: Disentangling contagion among sovereign CDS spreads during the European debt crisis.
- 1315 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JUAN S. MORA-SANGUINETTI: Are there alternatives to bankruptcy? A study of small business distress in Spain.
- 1316 ROBERTO RAMOS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Agglomeration matters for trade.
- 1317 LAURA HOSPIDO Y GEMA ZAMARRO: Retirement patterns of couples in Europe.
- 1318 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y PILAR PONCELA: Short-term forecasting for empirical economists. A survey of the recently proposed algorithms.
- 1319 CARLOS PÉREZ MONTES: The impact of interbank and public debt markets on the competition for bank deposits.
- 1320 OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, SONIA COSTA, PHILIP DU CAJU, YVONNE MCCARTHY, EVA SIEMINSKA, PANAGIOTA TZAMOURANI, ERNESTO VILLANUEVA Y TIBOR ZAVADIL: The distribution of debt across euro area countries: the role of individual characteristics, institutions and credit conditions.
- 1321 BRINDUSA ANGHIEL, SARA DE LA RICA Y AITOR LACUESTA: Employment polarisation in Spain over the course of the 1997-2012 cycle.
- 1322 RODOLFO G. CAMPOS E ILIANA REGGIO: Measurement error in imputation procedures.
- 1323 PABLO BURRIEL Y MARÍA ISABEL GARCÍA-BELMONTE: Meeting our D€STINY. A disaggregated Euro area short term indicator model to forecast GDP (Y) growth.
- 1401 TERESA SASTRE Y FRANCESCA VIANI: Countries' safety and competitiveness, and the estimation of current account misalignments.
- 1402 FERNANDO BRONER, ALBERTO MARTÍN, AITOR ERCE Y JAUME VENTURA: Sovereign debt markets in turbulent times: creditor discrimination and crowding-out effects.
- 1403 JAVIER J. PÉREZ Y ROCÍO PRIETO: The structure of sub-national public debt: liquidity vs credit risks.
- 1404 BING XU, ADRIAN VAN RIXTEL Y MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN: Measuring bank competition in China: a comparison of new versus conventional approaches applied to loan markets.
- 1405 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JUAN S. MORA-SANGUINETTI: Entrepreneurship and enforcement institutions: disaggregated evidence for Spain.
- 1406 MARIYA HAKE, FERNANDO LÓPEZ-VICENTE Y LUIS MOLINA: Do the drivers of loan dollarisation differ between CESEE and Latin America? A meta-analysis.
- 1407 JOSÉ MANUEL MONTERO Y ALBERTO URTASUN: Price-cost mark-ups in the Spanish economy: a microeconomic perspective.
- 1408 FRANCISCO DE CASTRO, FRANCISCO MARTÍ, ANTONIO MONTESINOS, JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ-FUENTES: Fiscal policies in Spain: main stylised facts revisited.
- 1409 MARÍA J. NIETO: Third-country relations in the directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions.
- 1410 ÓSCAR ARCE Y SERGIO MAYORDOMO: Short-sale constraints and financial stability: evidence from the Spanish market.
- 1411 RODOLFO G. CAMPOS E ILIANA REGGIO: Consumption in the shadow of unemployment.
- 1412 PAUL EHLING Y DAVID HAUSHALTER: When does cash matter? Evidence for private firms.
- 1413 PAUL EHLING Y CHRISTIAN HEYERDAHL-LARSEN: Correlations.
- 1414 IRINA BALTEANU Y AITOR ERCE: Banking crises and sovereign defaults in emerging markets: exploring the links.
- 1415 ÁNGEL ESTRADA, DANIEL GARROTE, EVA VALDEOLIVAS Y JAVIER VALLÉS: Household debt and uncertainty: private consumption after the Great Recession.
- 1416 DIEGO J. PEDREGAL, JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ-FUENTES: A toolkit to strengthen government budget surveillance.
- 1417 J. IGNACIO CONDE-RUIZ Y CLARA I. GONZÁLEZ: From Bismarck to Beveridge: the other pension reform in Spain.

- 1418 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, GERRIT B. KOESTER, ENRIQUE MORAL-BENITO Y CHRISTIANE NICKEL: Signalling fiscal stress in the euro area: a country-specific early warning system.
- 1419 MIGUEL ALMUNIA Y DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ: Heterogeneous responses to effective tax enforcement: evidence from Spanish firms.
- 1420 ALFONSO R. SÁNCHEZ: The automatic adjustment of pension expenditures in Spain: an evaluation of the 2013 pension reform.
- 1421 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Structural reforms in a debt overhang.
- 1422 LAURA HOSPIDO Y ENRIQUE MORAL-BENITO: The public sector wage premium in Spain: evidence from longitudinal administrative data.
- 1423 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: The Two Greatest. Great Recession vs. Great Moderation.
- 1424 ENRIQUE MORAL-BENITO Y OLIVER ROEHN: The impact of financial (de)regulation on current account balances.
- 1425 MÁXIMO CAMACHO Y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: Real-time forecasting US GDP from small-scale factor models.
- 1426 ALFREDO MARTÍN OLIVER, SONIA RUANO PARDO Y VICENTE SALAS FUMÁS: Productivity and welfare: an application to the Spanish banking industry.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Los bancos centrales en América Latina: cambios, logros y desafíos. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE Y JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del Modelo Trimestral del Banco de España.
- 1107 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1201 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1202 MARÍA J. NIETO: What role, if any, can market discipline play in supporting macroprudential policy?
- 1203 CONCHA ARTOLA Y ENRIQUE GALÁN: Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1204 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Luis Ángel Rojo en el Banco de España.
- 1205 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y CARLOS THOMAS: El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general.
- 1206 GALO NUÑO, CRISTINA PULIDO Y RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Long-run growth and demographic prospects in advanced economies.
- 1207 IGNACIO HERNANDO, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero.
- 1208 JUAN CARLOS BERGANZA: Fiscal rules in Latin America: a survey.
- 1209 ÁNGEL ESTRADA Y EVA VALDEOLIVAS: The fall of the labour income share in advanced economies.
- 1301 ETTORE DORRUCCI, GÁBOR PULA Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's economic growth and rebalancing.
- 1302 DANIEL GARROTE, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional.
- 1303 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JUAN F. JIMENO: Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case.
- 1304 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 1401 JOSÉ MARÍA SERENA Y EVA VALDEOLIVAS: Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales.
- 1402 ANTONIO MONTESINOS, JAVIER J. PÉREZ Y ROBERTO RAMOS: El empleo de las Administraciones Públicas en España: caracterización y evolución durante la crisis.
- 1403 SAMUEL HURTADO, PABLO MANZANO, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1404 JUAN CARLOS BERGANZA, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión.
- 1405 FERNANDO LÓPEZ VICENTE Y JOSÉ MARÍA SERENA GARRALDA: Macroeconomic policy in Brazil: inflation targeting, public debt structure and credit policies.
- 1406 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ: Estructura impositiva y capacidad recaudatoria en España: un análisis comparado con la UE.
- 1407 OLYMPIA BOVER, ENRIQUE CORONADO Y PILAR VELILLA: The Spanish survey of household finances (EFF): description and methods of the 2011 wave.

EDICIONES VARIAS¹

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

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999).

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

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

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

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

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

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

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

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005).

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

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

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

BANCO DE ESPAÑA. SECRETARÍA GENERAL: Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006).

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006).

JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010).

TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos (2010).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y PABLO MARTÍN ACEÑA (Eds.): Un siglo de historia del Sistema Financiero Español (2011) (*).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario)

Boletín Estadístico (mensual²)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual)

Textos de la División de Formación y Selección

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).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES VARIAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN ESPAÑOL

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

- 1 Las publicaciones de esta sección distribuidas por el Banco de España [todas, excepto las señaladas con (*) y (**), que son distribuidas, respectivamente, por Alianza Editorial y Macmillan (Londres)] se encuentran descatalogadas.
- 2 Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas.
- 3 Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación.
- 4 Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

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