

**ESTABILIDAD FINANCIERA**

**11/2008**

**N.º 15**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema









**ESTABILIDAD FINANCIERA NOVIEMBRE 2008**

Número 15

*ESTABILIDAD FINANCIERA* es una revista semestral que tiene como objetivo servir de plataforma de comunicación y diálogo sobre cualquier aspecto relativo a la estabilidad financiera, con especial dedicación a las cuestiones de regulación y supervisión prudenciales.

*ESTABILIDAD FINANCIERA* es una publicación abierta, en la que, junto a contenidos institucionales, tienen cabida colaboraciones personales de investigadores y profesionales del sector financiero, que serán sometidas a un proceso de evaluación anónima. Los trabajos y comentarios sobre la revista deberán enviarse a la dirección de correo electrónico (ef@bde.es).

Consejo Editorial de *ESTABILIDAD FINANCIERA*: José Viñals (Banco de España), Gonzalo Gil (Banco de España), Rafael Repullo (CEMFI), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Julio Segura (CNMV) y Xavier Freixas (Universidad Pompeu Fabra).  
Secretario del Consejo: Ricardo Fernández (Banco de España).

**Los artículos firmados son responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco de España.**

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

© Banco de España, Madrid, 2008

© Autores colaboradores externos:

José Antonio Álvarez  
Manuel González Cid  
Santiago Fernández de Lis  
Alfonso García Mora  
Robert Townsend  
Alicia García-Herrero  
Carola Moreno  
Juan Solé

ISSN: 1579-2498 (edición impresa)

ISSN: 1579-3621 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 22994-2003

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

## ÍNDICE

<b>El papel del modelo de «originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007</b>	9
José María Roldán	
<b>La banca española ante la actual crisis financiera</b>	21
José Antonio Álvarez	
<b>La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera</b>	39
Manuel González Cid	
<b>Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española</b>	55
Santiago Fernández de Lis y Alfonso García Mora	
<b>La nueva circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del Banco de España</b>	73
Fernando Vargas y José María Lamamié de Clairac	
<b>Estrategias de expansión de las entidades de depósito españolas. Una primera aproximación descriptiva</b>	99
Javier Delgado, Jesús Saurina y Robert Townsend	
<b>Finanzas islámicas: desarrollo reciente y oportunidades</b>	119
Alicia García-Herrero, Carola Moreno y Juan Solé	



EL PAPEL DEL MODELO DE «ORIGINAR PARA DISTRIBUIR» EN LA LA CRISIS FINANCIERA  
DE 2007

José María Roldán Alegre (\*)

(\*) José M.ª Roldán Alegre es Director General de Regulación del Banco de España.  
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## El papel del modelo de «originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007

La situación que estamos viviendo en los mercados financieros o, por ser más preciso, en la economía global, desde agosto de 2007, solo puede ser descrita con una palabra: complejidad. En efecto, aun cuando están por ver las consecuencias finales que para los mercados financieros, las instituciones financieras o la economía real van a tener las «turbulencias financieras», podemos afirmar sin temor a equivocarnos que no ha habido otra crisis en la historia del sistema financiero moderno en la que haya habido una afectación tan generalizada de los distintos elementos de lo que podríamos denominar «la arquitectura» del sistema financiero internacional.

Esta complejidad hace que hablar de las turbulencias del verano de 2007 sea un ejercicio tan arriesgado. Por una parte, y como ya se ha dicho, la situación en los mercados financieros, en especial de los Estados Unidos, no ha terminado de normalizarse, y seguimos viendo episodios de recrudecimiento de las tensiones en dichos mercados, por lo que pronunciarse sobre las turbulencias resulta difícil cuando no se ve su fin. Por otra parte, la complejidad ya mencionada obliga a acotar el análisis, con el consiguiente riesgo de dar una visión parcial, incluso sesgada, de los problemas.

Además, dicha complejidad dificulta el propio análisis de las turbulencias. Así, mientras para unos se trata de una crisis con origen en el sistema financiero y efectos en la economía real, otros destacan los llamados «desequilibrios globales» generados en la última década como evidencia del origen macroeconómico de la crisis. O, también, por algunos analistas se destacan los problemas de liquidez, lo que llevaría a calificar las turbulencias como la «crisis de liquidez de 2007», aunque otros analistas, por el contrario, señalan como origen de la crisis al tradicional riesgo de crédito, al que la alquimia financiera ha convertido en una auténtica arma de destrucción masiva planetaria. Por último, lo que para algunos es un fallo del paradigma de supervisión y regulación en los Estados Unidos, país origen de las turbulencias, para otros lo es de ciertos intermediarios financieros, que han desarrollado su negocio bajo el modelo de «originar para distribuir», modelo que habría resultado inviable.

¿Quién tiene razón? Pues todo el mundo, probablemente. Y precisamente por ello es tan fútil intentar calificar de manera sucinta una situación como la que se ha vivido desde el verano pasado. Por ello, el artículo se centrará en algunos aspectos puntuales de la misma, con el objeto de contribuir a la discusión y a la formación de criterio sobre los antecedentes, desarrollo e implicaciones de las turbulencias del verano de 2007. En concreto, se revisarán los problemas que rodean al modelo bancario de «originar para distribuir», que hasta antes del verano de 2007 era visto como el modelo de futuro para las entidades bancarias, en oposición al modelo tradicional (y, hasta agosto, también anticuado) de «comprar para mantener».

El modelo bancario de «comprar para mantener» es el que todos conocemos: bancos que se financian con depósitos (en parte, con vencimientos de corto plazo) para prestar en el largo plazo a clientes con los que también mantienen relaciones de largo plazo. La inestabilidad que induce el desalineamiento de plazos entre activo y pasivo se mitiga con elementos como la relación a largo plazo con los clientes propia de la banca de relación (*relationship banking*), la existencia de sistemas de garantía depósitos y, por último, mediante la función de prestamista en última instancia de los bancos centrales. Estos dos últimos elementos (garantía de depósitos y función de prestamista en última instancia) son, quizás, los más conocidos, pero no se debe olvidar que la relación entre banquero y cliente (junto con unos altos niveles de

recursos propios) fue el principal elemento de estabilidad durante el siglo XIX en el que, sí, tuvieron lugar multitud de crisis financieras, pero en el que el modelo bancario se expandió con intensidad.

El modelo de «originar para distribuir» tiene un planteamiento distinto, incluso radicalmente distinto. Los bancos son, bajo este modelo, meros intermediarios entre los clientes (generadores de riesgo de crédito) y los financiadores (demandantes de dicho riesgo). En la medida en que ese riesgo de crédito esté poco correlacionado con otros riesgos (por ejemplo, si ese surge de actividades de banca minorista y, por tanto, es un riesgo granular y diversificado), existirá una demanda natural por motivos de diversificación. Además, ese riesgo inicial se re-empaqueta y reestructura, en una auténtica alquimia financiera, hasta conseguir el binomio rentabilidad-riesgo objetivo. Así, de un tramo de primeras pérdidas de una titulación tradicional o sencilla, se extraía un tramo AAA y otro de primeras pérdidas, y así sucesivamente. Recordemos aquí que una titulación consiste simplemente en la emisión de títulos de deuda con distinta prelación en caso de impago (tramos de primeras pérdidas, *mezzanine* y *sénior*), y que están garantizados por un conjunto concreto de activos financieros (bien homogéneos y granulares —como hipotecas sobre vivienda habitual—, bien heterogéneos —como tramos procedentes de otras titulaciones—).

El que estas transformaciones se realizaran mediante titulaciones —y, por tanto, con sustrato de títulos-valores— facilitó el crecimiento del mercado y la expansión internacional del mismo en el sistema financiero global. Eso permitió que el riesgo hipotecario de Tennessee o California acabara en la cartera de, por ejemplo, un fondo de pensiones danés. El sistema financiero crecía, se globalizaba, mejoraba su eficiencia (pues los recursos financieros escasos se podían movilizar hacia los destinos más eficientes, superando las barreras nacionales), pero, como veremos más adelante, se hacía también más inestable y frágil.

La innovación que representó la explosión del modelo de «originar para distribuir» no cogió a todo el mundo por sorpresa: los reguladores y bancos centrales de mercados financieros más sofisticados ya conocían las principales innovaciones, los nuevos instrumentos financieros, que se utilizaban en este modelo. Sin embargo, el explosivo crecimiento en la actividad de estos nuevos instrumentos, junto con el hecho de que su comportamiento en tiempos de crisis se desconocía, se demostró como una combinación letal, que fue difícilmente anticipable por parte de las autoridades públicas.

En las siguientes páginas pasaremos revista a aquellos aspectos del modelo de «originar para distribuir» que han emergido como los puntos de tensión del mismo y, por tanto, como aquellas partes de su arquitectura que es imprescindible reformar o reforzar si se quiere mantener la viabilidad del modelo. Cuestiones como los incentivos a la selección correcta del riesgo, el papel de las agencias de calificación, los problemas operativos del valor razonable o el papel desempeñado por vehículos de inversión fuera de balance en la crisis son analizadas a lo largo del artículo.

Hoy por hoy, la sostenibilidad del modelo no es evidente. Pero sí lo es que deberían modificarse muchos de los elementos de esa arquitectura de «originar para distribuir» si este quiere tener viabilidad. La reforma es, pues, ineludible, y el éxito, no garantizado.

## **1 Incentivos correctos en la generación del riesgo de crédito**

El riesgo de crédito (la probabilidad de impago de un cliente al que se le ha concedido un préstamo, y el quebranto asociado a ese impago) sigue siendo el riesgo más importante de todos los que gestionan las entidades financieras. Y tener esto en mente es especialmente importante en entornos como el actual, en el que el riesgo de liquidez (o, más precisamente,

de iliquidez) se ha manifestado con una virulencia inusitada y, desde luego, sin precedentes. El lector entenderá, en cualquier caso, que el objeto de este comentario no es despreciar el riesgo de liquidez, tan presente en este último año, sino recordar la relevancia del riesgo de crédito.

La asunción del riesgo de crédito se realiza, además, en un entorno caracterizado por la información asimétrica. Por ello, la selección correcta del riesgo de crédito exige un esfuerzo costoso y difícil de búsqueda de información. En el modelo de «comprar para mantener», ese proceso se facilita porque el banco establece con sus clientes relaciones de largo plazo, en las que esa información asimétrica se reduce a lo largo del tiempo. Por lo tanto, no solo hay una mejor selección del riesgo en el momento inicial, sino también una vigilancia ulterior de la evolución de dicho riesgo de crédito.

Por el contrario, en el modelo de «originar para distribuir» esa asimetría en la información gana en relevancia. En efecto, dado que el riesgo de crédito se asume solo durante el período que transcurre entre la originación y la transformación vía titulización en bonos que se transmiten a los inversores finales, los incentivos a la correcta selección del riesgo de crédito se debilitan.

Además, si ese riesgo de crédito es concedido por intermediarios financieros no bancarios (que tampoco se someten a regulación prudencial), ese debilitamiento es aún mayor, pues el interés de estos —su maximización de resultados— depende directamente del volumen de actividad crediticia generada, y no de la calidad de la misma. El caso más paradigmático es el del mercado hipotecario *subprime* en los Estados Unidos, con los llamados *NINJA loans* (*No Income, No Job, No Assets*) negociados por los *mortgage brokers*.

De todos los problemas a los que se enfrenta el modelo de «originar para distribuir», este es, probablemente, el más profundo y, a su vez, el de más difícil solución. El más profundo, porque el debilitamiento de los incentivos a la correcta selección del riesgo de crédito es una consecuencia directa del modelo de «originar para distribuir»: existe una separación entre el que selecciona ese riesgo de crédito y el que asume las pérdidas cuando este se materializa. El de más difícil resolución, porque lo único que se puede hacer es intentar mejorar esos incentivos a la correcta selección del riesgo de crédito, pero, por definición, por arquitectura, estos serán siempre más débiles que los del modelo de «comprar para mantener».

¿Qué medidas se pueden tomar? Es quizás prematuro apuntar soluciones, pero se pueden esbozar algunas ideas. Una posibilidad sería obligar, de una u otra manera, a que las entidades originadoras o empaquetadoras del riesgo de crédito asuman parte de las consecuencias del mismo si este se materializa en pérdidas. El principal problema es operativo: la instrumentación práctica de esta idea no es, en absoluto, obvia.

Otro elemento que cabe considerar es el relativo al régimen de regulación al que están sometidos los originadores de crédito. A la vista de la experiencia vivida en el último año, es obvio que los regímenes regulatorios laxos de muchos de estos no parecen coherentes con los requerimientos de la estabilidad financiera global. Queda pendiente de definir cuál debería ser esa regulación: ¿Debería someterse el crédito al régimen de reserva de actividad existente para la captación de depósitos (esto es, exigir que toda entidad que conceda créditos se someta obligatoriamente al régimen de supervisión prudencial de las entidades de depósito)? ¿O bastaría con un reforzamiento de la regulación de la actividad de concesión de crédito?

## 2 El papel de las agencias de calificación crediticia

Muchas son las iniciativas internacionales sobre el papel desempeñado por las agencias de *rating* en las turbulencias. De todos los complejos aspectos en torno a su actuación, me gustaría destacar dos. Primero, el potencial conflicto de interés que surge cuando las agencias diseñan los productos financieros que luego califican. Segundo, la potencial confusión informativa que se genera cuando se utiliza la misma nomenclatura de calificación para instrumentos con características de riesgo muy diversas (entendidas estas no solo como la pérdida esperada, sino, sobre todo, como la distribución de esa pérdida).

Las agencias, en los últimos años, han aumentado su actividad en el ámbito del diseño de instrumentos como CDO (*Collateralised Debt Obligations*), CLO (*Collateralised Loan Obligations*), etc. En un contexto de intensa innovación financiera, existía una demanda proveniente de inversores institucionales de distinta índole (compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.) de instrumentos con binomios rentabilidad-riesgo precisos, pero también susceptibles de recibir una calificación crediticia determinada. Nada más natural que las agencias de calificación se embarcaran en la actividad auxiliar de diseñar estos instrumentos. Tenían el conocimiento necesario para atender a esa demanda y, además, conocían perfectamente las características que debía tener un instrumento para recibir una determinada calificación (AAA, etcétera).

El diseño de los nuevos instrumentos financieros debía tener en cuenta el *rating* objetivo porque las políticas inversoras de esos inversores institucionales (las compañías de seguro o fondos de pensiones) estaba regulada y limitada por regulaciones sectoriales (que, además, sesgaban las mismas hacia los títulos de mayor calidad). El que las agencias de *rating*, de nuevo, se embarcaran en el diseño de esos instrumentos podría no parecer problemático, en principio, dada la amplia experiencia que atesoraban.

Dicho esto, es obvio que algo falló, habida cuenta de los problemas que han surgido —problemas es aquí un eufemismo de «pérdidas»— en algunos de estos instrumentos (en particular, en aquellos instrumentos, como tramos AAA de CDO de subyacente hipotecario *sub-prime*, con distribuciones de pérdidas muy complejas y que, además, resultaron inestables ante cambios en el entorno financiero). ¿Qué falló, pues?

En primer lugar, el peso que tenía esa actividad auxiliar de las agencias de *rating* —la de diseño de instrumentos— dejó de tener un carácter auxiliar, meramente secundario, y pasó a representar una fuente sustancial, y creciente, de sus ingresos. Los problemas que surgieron hace unos años en el sector de la auditoría ya alertaban de los peligros. Cuando los recursos provenientes de las actividades auxiliares de los auditores (por servicios suplementarios a los de auditoría) pasaron a representar una parte sustancial de los ingresos totales, se deterioró la calidad del control de auditoría. En efecto, cuando las actividades auxiliares aumentan su peso sobre los beneficios, los conflictos de interés tienden a aparecer, esto es, se tiende a relajar el grado de exigencia en el control por miedo a perder el favor del cliente y, con él, los ingresos de esas actividades auxiliares. En el caso que nos ocupa, ese conflicto de interés se traduce en que el deseo de satisfacer las demandas de instrumentos complejos susceptibles de recibir un *rating* determinado pone en peligro la integridad del proceso de calificación.

En segundo lugar, muchos inversores institucionales, como compañías de seguros o fondos de pensiones, estaban sometidos a un doble condicionamiento. Por una parte, debían invertir, por sus estatutos o por exigencias regulatorias, en instrumentos seguros. Por otra parte, necesitaban obtener rendimientos mayores para poder satisfacer sus compromisos (que aumentaban, por ejemplo, por los incrementos en la longevidad o por la necesidad de atender compromisos de pensiones en sistemas de prestación definida). El lector avezado ya se habrá

dado cuenta de que ese problema de optimización sometido a una doble restricción no tenía solución posible: una mayor rentabilidad siempre va acompañada de más riesgo, entendido este tanto como mayor pérdida esperada como, a igualdad de pérdida esperada, mayor variabilidad en torno a la misma. Al final, estos inversores invirtieron en instrumentos con *rating* elevado y con rentabilidades mayores que otros instrumentos con el mismo *rating*, y que venían a remunerar la mayor volatilidad de la pérdida.

¿Cómo puede ser que un instrumento con mayor rentabilidad tenga la misma calificación que otro con una rentabilidad menor? ¿O cómo es posible que, a igualdad de pérdida esperada, la mayor volatilidad no afecte a la calificación? La respuesta de las agencias de calificación es que estas se fijan en función de la pérdida esperada de los distintos instrumentos, y no valoran la variabilidad en torno a esa pérdida esperada. La consecuencia es que, ante deterioros del entorno, dos instrumentos con el mismo *rating* tienen comportamientos muy distintos: mientras que el de menor variabilidad mostrará una mayor estabilidad en la calificación, el instrumento complejo y volátil puede sufrir una rápida y abrupta revisión a la baja de su calificación.

A pesar de esta explicación técnica, lo cierto es que el comportamiento de ciertos instrumentos estructurados complejos ha llamado la atención de manera clara. En concreto, ciertos instrumentos de la máxima calidad (AAA) han visto caer su calificación desde esa AAA a las escalas más bajas, sorprendiendo, por la brusquedad del movimiento, a los inversores. El sistema de calificación único para todo tipo de instrumentos (sencillos o tradicionales y complejos) ha generado, no cabe duda, confusión. No es, pues, de extrañar que autoridades supervisoras e inversores estén pidiendo a las principales agencias de calificación que expliciten escalas distintas para instrumentos estructurados complejos y de elevada volatilidad.

¿Por qué no se hizo antes? Por el valor de marca de una triple A. O, más claramente, la utilización de una escala distinta de calificación para estos instrumentos hubiera conllevado una menor demanda de diseño y calificación de estos, y una merma de ingresos para las agencias de calificación. Ex post, es obvio que este escenario hubiera sido preferible, pero también es obvio que, sin presión externa, no es de esperar que las agencias de calificación renuncien al «AAA branding» que tan positivo es para sus ingresos.

En cualquier caso, y a pesar de estos problemas en el ámbito de las agencias de calificación, no podemos absolver, por completo, a los inversores en estos productos, especialmente a los profesionales. ¿O es que acaso el hecho de que algunos de estos productos estructurados complejos, con calificaciones AAA, tuvieran rentabilidades con diferenciales superiores a 200 puntos básicos no indicaba algo sobre el nivel de riesgo asumido? En definitiva, el problema de las categorías de calificación para nuevos productos surgidos de la reciente ola de innovación financiera no absuelve a los inversores en estos nuevos productos, ni de sus errores ni de sus responsabilidades.

### 3 Los SIV (structured investment vehicles)

El asunto de los SIV es un elemento central de las actuales turbulencias, y probablemente uno de los menos conocidos. La primera confusión nace de su definición, ya que, si bien los vehículos de propósito especial o SPV eran bien conocidos antes de la crisis como estructuras contables auxiliares utilizadas —básicamente, aunque no exclusivamente— en el mercado de titulaciones, SIV era, antes de agosto, un acrónimo desconocido incluso para supervisores y entidades. De hecho, aun hoy en día, no es evidente a qué nos referimos cuando hablamos de SIV: es un tipo específico de SPV, pero con características un tanto difusas. El propósito en este artículo es renunciar a una definición universal de los SIV, para adentrarnos en las características de los SIV que han creado problemas en los últimos meses (especialmente, aquellos con subyacente hipotecario *subprime*).

Un SIV, o un SPV en general, se construye en torno a diversas instituciones bancarias que desempeñan papeles distintos: el originador de los activos en los que invierte un SIV, que puede ser o no una entidad bancaria (esto es, que puede ser una entidad no sometida a supervisión); el espónsor, o promotor del SIV, que sí suele ser una entidad financiera (y que en algunos casos coincide con el originador), y que además de organizar el SIV le dota de líneas de liquidez para facilitar la rotación (la entrada y salida) de los inversores; y, por último, los inversores de los nuevos títulos emitidos, que tienen binomios rentabilidad-riesgo distintos (y que adquieren los tramos supersénior —más seguros, pero menos rentables—, los tramos de primeras pérdidas —los de mayor riesgo—, pasando por los tramos *mezzanine*).

Un aspecto crucial es cuándo estos SPV deben consolidarse en los estados financieros del originador/espónsor (y, por tanto, cuándo los créditos que alimentan ese vehículo se dan de baja del balance). Y lo es por las implicaciones que ello tiene para entidades, como las de crédito, con una normativa prudencial específica, y que incluye exigencias de capitales mínimos. Además del impacto sobre el requerimiento de capital, la inclusión en los estados financieros obliga también a realizar un análisis del deterioro de los activos y, en su caso, a provisionar. Como la estructura de un SPV tiene la característica definitoria de no tener capital ni, por tanto, dueño, la norma contable internacional establece una serie de presunciones bajo las cuales estos deben consolidarse (SIC): si el originador/espónsor retiene la mayor parte de los riesgos del SPV, debe consolidarlo; si el beneficio del originador/espónsor depende de manera sustancial o material del SPV, debe consolidar; si la naturaleza del negocio del SPV es muy similar al del originador/espónsor, debe consolidar; si el originador/espónsor controla de facto el SPV, debe consolidarlo. En definitiva, la norma contable transluce un carácter exigente, a favor de la consolidación, algo que no debería extrañar dado el impacto que tuvo la existencia de SPV fuera del balance en quiebras como las de Enron y Parmalat.

El término SIV pretendió resaltar la independencia de los mismos respecto a sus originadores y promotores: al ser un vehículo de inversión, su figura se asimilaba más a los fondos de inversión. Pero el tipo específico de vehículos que se creó con esa denominación tenía una combinación que se demostró letal: mientras los activos subyacentes eran hipotecas a largo plazo, los inversores eran de corto plazo. Para facilitar el funcionamiento del SIV, los promotores otorgaban líneas de liquidez, con distinto grado de compromiso (desde incondicionalmente irrevocables a proteger la totalidad del pasivo en caso de graves perturbaciones del mercado).

Si se piensa en el desequilibrio de plazos entre activo y pasivo, existen tres situaciones posibles. La primera, en la que los inversores invierten en títulos con vencimientos en línea con los subyacentes (es el caso de las estructuras de titulización hipotecaria españolas). La segunda, en la que inversores de medio plazo invierten en activos de corto, como el papel comercial (los ABCP). La tercera, la característica de muchos de los SIV existentes, donde los activos de largo plazo se financiaban con inversores de corto. Es evidente que esta tercera posibilidad es la que mayor riesgo de inestabilidad conlleva, pues supone replicar la estructura de plazos de activo y pasivo de los bancos, pero sin un capital regulatorio mínimo y sin acceso a financiación de un banco central. Eran, de hecho, como los bancos del siglo XIX, pero sin el elevado capital de los mismos, y, por tanto, estructuras inestables por definición.

¿Deberían haberse consolidado? Sí, y por varios motivos. Dada esa inestabilidad intrínseca y el papel vital de las líneas de liquidez, los promotores retenían los riesgos del vehículo en situaciones de estrés. Y, por tanto, deberían haber consolidado los SIV. Dadas las características de la estructura, de su pasivo y activo, eran muy similares al negocio bancario, y por ello deberían haberse consolidado. Dado que los ingresos que los promotores de los SIV recibían

de su existencia eran sustanciales y relevantes, deberían haberse consolidado. Dado el control de facto sobre los SIV por parte de los promotores, se deberían haber consolidado. Un solo criterio cumplido obligaba a considerar seriamente la necesidad de consolidar; todos ellos, conjuntamente, dejaban poco espacio para la duda.

¿Fueron consolidados? Aquí no cabe generalizar, porque ha habido una actuación muy heterogénea entre instituciones y países. Así, hubo instituciones que prefirieron ser más conservadoras (o más coherentes desde un punto de vista de gestión de riesgos) y consolidar sus SIV. Además, hubo supervisores (como el Banco de España) que transmitió a sus entidades la conveniencia de consolidarlos y, por tanto, de que estuvieran sometidos a exigencias de capital y provisiones.

¿Hubiéramos visto la explosión de SIV que hemos vivido si se hubieran consolidado? Rotundamente, no. En la experiencia española, la obligación de consolidar los SIV (que no los SPV en general) eliminó por completo los incentivos a desarrollar el negocio por esa vía. Por tanto, el arbitraje de capital y provisiones parece que fue un elemento que impulsó su crecimiento.

#### **4 Perfeccionar el valor razonable**

La extensión en las últimas décadas del valor razonable como criterio de valoración de estados financieros ha sido el resultado más de las limitaciones de la valoración a coste histórico que de las virtudes del valor razonable. En efecto, la contabilidad a coste histórico supone valorar los activos según su antigüedad. Por ello, solo si el valor intrínseco o verdadero está perfectamente correlacionado con el tiempo, tendremos una valoración cierta.

Pero el que el valor razonable como criterio de valoración contable no tenga alternativa no supone que esté exento de problemas. Con excesiva frecuencia se confunde el valor razonable con el valor de mercado, esto es, con el precio de compraventa en condiciones de amplia liquidez. Pero la realidad es que el valor razonable se ha de computar, o bien en mercados con un grado limitado de liquidez, o bien estimando el mismo mediante modelos con un grado diverso de subjetividad (*Mark-to-Model*). Así, para aquellas entidades que utilizan con más intensidad el valor razonable, sus cuentas no están exentas de cierta opacidad, volatilidad y arbitrariedad. Si deseamos perfeccionar el valor razonable en el futuro, no podemos ignorar los problemas de su aplicación en la práctica.

No es este el lugar para extenderse sobre los pasos que se deben dar para solucionar esos problemas prácticos. Pero sí que es necesario señalar cuáles son las vías que no se deben explorar. En concreto, las propuestas (apoyadas en los últimos meses por parte de la industria) que supongan una asimetría temporal en la aplicación del valor razonable no son aceptables: suspender la aplicación del valor razonable cuando esta conlleva pérdidas, pero aplicarlo en los momentos de auge, cuando su aplicación lleva a más beneficios y más remuneración de directivos, no parece una propuesta seria. En otras palabras, si existen problemas de aplicación práctica, las soluciones que se han de buscar deben ser simétricas a lo largo del ciclo económico.

Otro elemento que cabe considerar es el relativo a las dificultades de aplicación práctica del valor razonable cuando se utilizan modelos (*mark to model*), especialmente si estos no utilizan *inputs* de mercado (el llamado *Level 3* en la jerga contable americana, o *US GAAPS*). Es obvio que la aplicación del valor razonable pasa por la utilización de modelos de valoración, puesto que los mercados de productos financieros líquidos y con una correcta formación de precios son mucho menores en número que los instrumentos financieros existentes. Pero también lo es que la aplicación del valor razonable a instrumentos crecientemente complejos —y, por tanto, valorados con modelos también crecientemente complejos— conlleva un nivel de incertidum-

bre y heterogeneidad considerables. El reconocimiento, explícito y transparente, de esa incertidumbre, mediante el cómputo de reservas de valoración, o explicitando un intervalo de confianza en torno a dicha estimación, puede suponer una forma operativa de tratar el problema (no exenta, eso sí, de complejidades).

Otro aspecto que se debe tener en cuenta en el futuro es el relativo a los traspasos entre carteras de instrumentos financieros cuando los criterios de valoración entre los mismos no son homogéneos. Aunque no es un fenómeno preocupante en el mundo de las IFRS (puesto que los supuestos de cambio de carteras son muy tasados y en nada invitan al arbitraje regulatorio), puede ser un problema en el contexto de los principios contables norteamericanos (o *US GAAP*). Lo fundamental es que las normas, cualesquiera que sean, no sean susceptibles de ser arbitradas de manera específica para controlar el impacto de la aplicación del valor razonable sobre los beneficios o el patrimonio neto en momentos de turbulencias financieras.

Por último, dentro de esa búsqueda de criterios operativos que permitan avanzar en el camino del valor razonable, deberían explorarse otras posibilidades. Por ejemplo, la provisión genérica española podría entenderse como una aproximación práctica al cómputo del valor razonable de una cartera homogénea de préstamos.

## 5 Algunas reflexiones finales

Como se ha venido argumentando a lo largo de esta exposición, la crisis financiera *subprime* es, en gran medida, la crisis (la primera, además) del modelo de «originar para distribuir». Y no es una crisis sencilla: no es fácil pensar en qué reformas pueden garantizar el modelo de «originar para distribuir», pero tampoco cabe ignorar su complejidad, pues la integración financiera global hace que la crisis del modelo de «originar para distribuir» acabe por afectar incluso a sistemas financieros que, como el español, han permanecido ajenos al mismo.

Antes de hacer un somero repaso a esas posibles mejoras del modelo de «originar para distribuir», es conveniente puntualizar dos extremos. En primer lugar, este modelo puede sobrevivir si se reforma, pero es ineludible que en el proceso se reduzca el grado de apalancamiento vigente en los sistemas financieros en los que dicho modelo es predominante. Además, ese proceso de «desapalancamiento» puede que se extienda durante varios años, y que lleve asociadas tensiones tanto de recursos propios regulatorios como de rentabilidad de las instituciones financieras. En segundo lugar, dadas las complejidades detectadas en la crisis iniciada en el verano de 2007, así como las graves consecuencias que se han derivado tanto para los sistemas financieros como para las economías reales, no se puede dar por hecho que el modelo «reformado y reforzado» de «originar para distribuir» vaya a sobrevivir a medio plazo (al menos, en toda su extensión).

¿Qué reformas son necesarias? El primer foco de atención se ha dirigido hacia las agencias de calificación. El aviso aquí es que, quizás, más que discutir solo las grandes cuestiones sobre si deben o no someterse a regulación, sobre quién debería supervisarlas, etc., deberíamos comenzar por lo inmediato y elemental: «convencer» a las agencias de *rating* de la necesidad de diseñar una nomenclatura distinta que designe la calificación de los instrumentos financieros complejos (como CDO y similares), y darles un tratamiento regulatorio (en Basilea II, en concreto) acorde con el mayor riesgo que conllevan. A veces, las medidas más efectivas son las más sencillas y con menor coste.

Respecto a las reformas en torno a los principios contables, dos mensajes. Primero, que los principios contables deben garantizar el correcto funcionamiento de la contabilidad a lo largo de todo el ciclo económico. Segundo, que las reformas propuestas, como las provisiones dinámicas o las reservas de valoración, no pretenden atacar al valor razonable, sino, muy al

contrario, reforzarlo y perfeccionarlo, en concreto en las áreas donde su aplicación no se puede realizar utilizando valores razonables computados a partir de precios extraídos de mercados profundos y líquidos (como, por ejemplo, en carteras crediticias minoristas o productos financieros complejos).

En el área de los instrumentos de renta fija complejos, generados por la innovación financiera en los últimos años (CDO y otros instrumentos de transferencia del riesgo), es necesario reducir en lo posible dicha complejidad, sobre todo en aspectos como los de control y *backoffice*, en los que esa complejidad es eludible. No podemos permitirnos el lujo de otra crisis en la que vuelva a ser tan difícil determinar dónde recaen las pérdidas asociadas al deterioro del precio de estos instrumentos (recordemos que, a día de hoy, tras más de un año de tormenta financiera, el mapa de distribución de pérdidas es todavía estimativo). Pero ¿cómo lograrlo? Una posible vía de mejora sería transformar estos instrumentos OTC (y, por tanto, sin negociación en mercados organizados y centralizados) en instrumentos estandarizados negociados y liquidados, por ejemplo, en una cámara de contrapartida central. Dos son los problemas prácticos de este enfoque. Primero, que esa estandarización puede ser compleja, dada la heterogeneidad de los instrumentos (y de los modelos de valoración utilizados). Segundo, y más relevante, que dicha estandarización podría reducir significativamente el volumen de negocio de algunos (por no decir todos) de los intermediarios más activos en el modelo de «originar para distribuir» y, por tanto, mermar su beneficio.

Otro elemento fundamental de esa agenda de reformas debe ser, sin duda, el área de los requisitos de información al mercado. Las dificultades ya comentadas para conocer la localización y el volumen de las pérdidas originadas a raíz de la crisis *subprime*, y que denotan un importante déficit en materia de transparencia, han sido, probablemente, el elemento más dañino para el sistema financiero en su conjunto: al no ser posible discriminar entre entidades, la respuesta racional del mercado ha sido poner en duda todo el sistema financiero. A pesar de la importancia crucial de la transparencia (o, mejor dicho, de su falta), no debemos olvidar que es la combinación de falta de transparencia y complejidad de los instrumentos la pócima realmente tóxica. Esto es, propuestas —razonables y positivas— de añadir más obligaciones de transparencia a las ya existentes (y derivadas de Basilea II y de las IFRS) no son suficientes, y pueden ser incluso contraproducentes. En efecto, el volumen de información revelada es tan enorme y complejo, que existe una brecha cada vez más amplia entre la transparencia teórica y la transparencia operativa (definida esta como la que facilita a los agentes una rápida toma de decisiones en contextos de incertidumbre). Se trata, pues, no tanto de aumentar la transparencia como de hacer que la información revelada sea relevante. Y ello no será posible sin reducir la complejidad de las obligaciones actuales.

Es difícil acotar el catálogo de cuestiones que se deben considerar. La complejidad de la crisis que vivimos desde el verano pasado es tal, que no transcurre una semana sin que aparezca un nuevo tema de calado (como botón de muestra, en el momento de terminar este artículo, el Tesoro norteamericano decidió nacionalizar las dos principales agencias hipotecarias, Fannie Mae y Freddy Mac, así como rescatar a la mayor aseguradora del mundo, AIG, y se produjo la quiebra de Lehman Brothers, uno de los mayores y más antiguos bancos de inversión estadounidenses). Por ello, es imposible concluir esta breve revisión de la crisis de manera coherente, pues podemos tener una certeza casi plena de que, cuando se publique este breve esbozo, habrá ocurrido algo más, que no habíamos considerado, y que obligaría a revisar dichas conclusiones.

Pero no por ello debemos renunciar a marcar, aunque sea mediante palabras clave, por dónde caminará el sistema financiero en el futuro: *deleverage*, esto es, reducción del grado de

apalancamiento de las instituciones financieras, rentabilidades más acordes con la madurez del negocio, simplificación de la actual complejidad de los instrumentos financieros, menor prociclicidad, más regulación y más capital (de mejor calidad, a su vez), mayor papel de los bancos centrales en la supervisión, mayor peso de las consideraciones de estabilidad financiera tanto en la supervisión como en la política monetaria, aumento de la coordinación internacional de supervisores y de bancos centrales. Al lector le queda la tarea de profundizar en cada uno de estos aspectos.

## LA BANCA ESPAÑOLA ANTE LA ACTUAL CRISIS FINANCIERA

José Antonio Álvarez (\*)

(\*) José Antonio Álvarez es Director General Financiero del Banco Santander.  
Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## La banca española ante la actual crisis financiera

La actual crisis financiera es resultado, en buena medida, de un largo período de sobreabundancia de liquidez que llevó a la acumulación de una serie de excesos. Como dijo un escritor francés del siglo XIX, «El que abusa de un líquido no se mantiene mucho tiempo sólido», y eso es exactamente lo que le ha pasado al sistema financiero internacional. La innovación, incentivó el desarrollo de complejas estructuras financieras sobre las que no se realizó una lectura adecuada de los riesgos subyacentes. Una vez que estos comenzaron a materializarse, la situación desembocó en una crisis de confianza en la valoración y en el alcance de la exposición a estos títulos por parte de las entidades de crédito, lo que provocó una crisis de liquidez que mantiene, un año después, al sistema financiero y al mercado de crédito internacional en una situación de elevado riesgo.

El sistema financiero español se ha mantenido alejado de estas innovaciones financieras «nólicas», desarrollando su modelo de banca minorista de clientes. Esto le situó en un buen punto de partida relativo para afrontar la crisis. No obstante, la duración de esta y su impacto sobre el ajuste del mercado inmobiliario están suponiendo un reto para la gestión de las entidades españolas.

### 1. La crisis financiera internacional

#### 1.1 ORIGENES DE LA CRISIS

La actual crisis financiera, que se inició en agosto de 2007, tiene lugar tras cinco años de elevada liquidez en el mercado financiero. Esto se ha reflejado tanto en el aumento de los agregados monetarios<sup>1</sup>, provocando un «exceso de capacidad» del sistema financiero, como en la facilidad de convertir cualquier activo financiero en dinero efectivo de forma inmediata sin pérdida significativa de su valor. Así lo refleja el índice de liquidez elaborado por el Banco de Inglaterra<sup>2</sup>, que se compone de diferentes medidas de diferenciales *bid-ask*, de ratios de rentabilidad sobre volumen y de primas de liquidez.

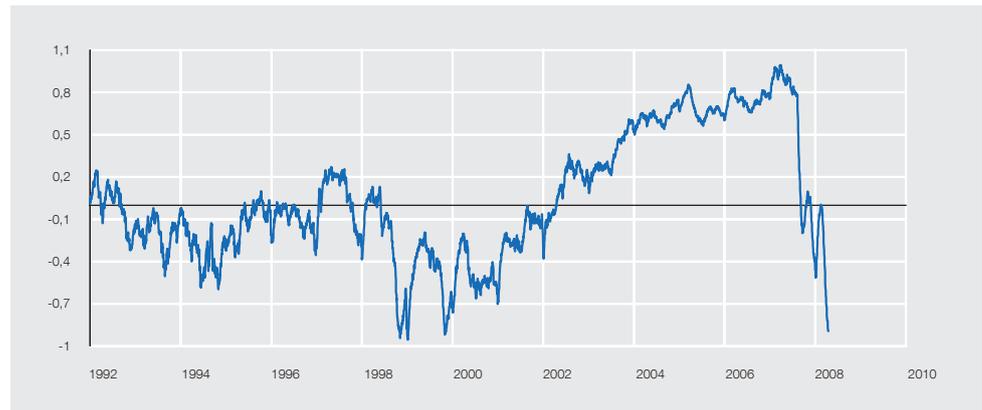
Si se observa la evolución de este indicador desde que hay disponibilidad de datos, se aprecia que, en el período 2002-2007, la liquidez del mercado financiero internacional fue extraordinaria. Varios son los factores que han contribuido a esta acumulación de liquidez en el mercado, destacando el largo período de estabilidad económica y la fuerte innovación financiera desarrollada en el mismo.

La economía global ha registrado el ciclo de crecimiento más estable de la historia reciente, en un entorno de expectativas de precios ancladas. Gracias a unas políticas monetarias que fijaron la inflación como principal objetivo y al fuerte incremento de la globalización, la economía mundial ha experimentado un proceso de desinflación muy acusado durante las últimas décadas. De hecho, durante la desaceleración económica de 2000-2002 los temores se centraron en la posibilidad de que la economía entrara en deflación, a lo que los bancos centrales de las principales áreas económicas respondieron relajando de manera notable sus políticas monetarias, llevando los tipos de interés reales a terreno negativo durante un largo período de tiempo (2002-2005).

Como muestran diferentes estudios<sup>3</sup>, es frecuente en la historia económica encontrar episodios en los que las crisis bancarias han venido precedidas de una fase de abundante liquidez

---

1. Véase T. Adrian y H. Dhin (2008), *Liquidity and financial cycles*, BIS Working Papers, n.º 256, julio. 2. Para más información, véase recuadro 2, «Financial Market Liquidity», *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de Inglaterra, abril de 2007. 3. Véase A. Berger y C. Bouwman (2008), *Financial crisis and bank liquidity creation*.



FUENTE: Banco de Inglaterra.

en el sistema financiero. Durante la última década, el bajo nivel de tipos de interés, en un entorno de estabilidad macroeconómica e innovación financiera, llevó, por un lado, a una revalorización de los precios de los activos y, por otro, a un incremento del apetito por el riesgo, animando tanto a familias como a empresas a iniciar un proceso de apalancamiento sin precedentes, y al sistema financiero a innovar en productos que elevaran tanto las rentabilidades como la base de los clientes potenciales, compensando así la caída del margen de intermediación.

Como suele suceder en la parte alcista de los ciclos, se produjo una acumulación de desequilibrios derivados de la prociclicidad del sistema financiero. En los momentos de crecimiento económico, las entidades de crédito tienden a relajar los estándares de crédito, llevando a un apalancamiento excesivo. En esta ocasión, la innovación financiera y el apetito por el riesgo permitieron llevar aún más lejos esta prociclicidad, dando entrada de manera notable al mercado de crédito a clientes que no lo hubieran hecho en el sistema de banca tradicional.

Así, la actual crisis tiene elementos conocidos, coincidentes en la mayoría de las crisis financieras, y elementos nuevos, derivados de la fuerte innovación financiera producida durante la última década<sup>4</sup>.

1.2 «EXCESOS EN EL SECTOR FINANCIERO»

Los excesos se hacen evidentes con el fuerte desarrollo de las hipotecas *subprime*. En un entorno de crecimiento económico, las entidades de crédito relajaron sus estándares de crédito, animadas por las elevadas revalorizaciones de los colaterales y presionadas por la fuerte competencia, lo que explicaría en parte las laxas políticas de oferta que se aplicaban a este tipo de hipotecas. Pero, además, esta laxitud no podría haber llegado tan lejos si no hubiera estado apoyada por un sistema de «originar para vender» que evitaba el consumo de capital y no daba incentivos a llevar una gestión prudente del riesgo. De hecho, el desarrollo de complejas estructuras financieras en las que se empaquetaban estos préstamos, cuyo riesgo no fue suficientemente evaluado ni por las agencias de calificación ni por los inversores, permitió un fuerte crecimiento de préstamos con *scorings* negativos, sin documentación, a tipos variables sujetos a fuertes revisiones y con tasas de esfuerzo y relaciones préstamo-valor muy elevadas, algo que no se habría dado en un sistema bancario tradicional.

La elevada liquidez del sistema permitió, asimismo, que durante este período se produjese un fuerte desarrollo de estructuras con un alto porcentaje de apalancamiento (*private equity*, SIV,

4. Véase BIS (2008), 78.º Informe Anual.

etc.), animando a diferentes entidades financieras a tomar posiciones de largo plazo con financiación de corto plazo, algo difícil de gestionar ante cambios bruscos en los mercados financieros. Del mismo modo, el apetito al riesgo se tradujo también en un fuerte incremento de las operaciones en búsqueda de rentabilidades *carry-trades*, *proprietary trading*, etc. Este tipo de operaciones lleva asociados elevados riesgos, por lo que suele ganar peso en los momentos altos del ciclo, desapareciendo en los períodos de normalización.

Además, es importante recalcar que gran parte de estas innovaciones financieras creció en estructuras fuera del balance de las entidades bancarias, por lo que no se realizó una correcta supervisión de los riesgos que entrañaba el crecimiento de este «sistema financiero paralelo» para el conjunto del sistema.

### 1.3 NORMALIZACIÓN DEL CICLO

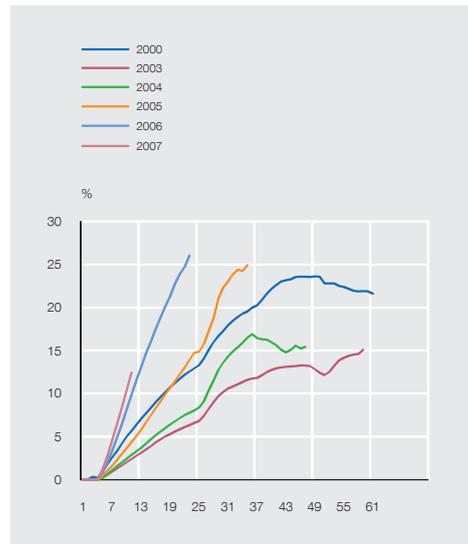
El cambio de sesgo de la política monetaria de Estados Unidos marcó el punto de inflexión del mercado hipotecario estadounidense. Entre julio de 2004 y julio de 2006, los tipos de interés oficiales subieron 425 puntos básicos, lo que deterioró de manera significativa la capacidad de pago de los deudores del segmento *subprime*, cuyos préstamos se concedieron a tipo variable y, en muchos casos, con un descuento en los primeros dos años. El fin de la revalorización de la vivienda y las revisiones de las hipotecas dispararon la carga financiera y las tasas de morosidad de este segmento, especialmente de las hipotecas concedidas en los últimos años.

No obstante, no fue hasta el verano de 2007 cuando se puso de manifiesto el impacto que el deterioro del mercado inmobiliario americano podía tener sobre el sistema financiero. Las rebajas en las calificaciones crediticias de títulos estructurados asociados a este tipo de préstamos por parte de las agencias de *rating* tuvieron impacto en *hedge funds* y en entidades de crédito en ambos lados del Atlántico, lo que desencadenó una pérdida de confianza, por un lado, de las calificaciones otorgadas por las agencias de *rating* a estos fondos estructurados y, por otro, de la exposición de las entidades financieras a estos títulos.

Esto provocó un fuerte aumento de los *spreads*, derivado de la presión vendedora de este tipo de títulos ante el incremento de la aversión al riesgo, y una fuerte contracción de la liquidez, debida al cierre de los mercados primarios, así como al aumento de los *spreads* en el mercado interbancario, reflejando la desconfianza de contrapartida entre las entidades de crédito.

Los bancos centrales han actuado en el mercado con reiteradas inyecciones de liquidez y dando señales contundentes de que no van a permitir que se produzca un colapso sistémico. La nacionalización de Northern Rock, la intervención en la compra de Bearn Sterns, el plan de rescate a las agencias de titulación Freddie Mac y Fannie Mae son ejemplos del intento de las autoridades de evitar el contagio en el mercado. No obstante, en Estados Unidos, la caída de Lehman Brothers, el rescate de la aseguradora AIG y las fuertes turbulencias de los mercados en esos días mostraron que la aproximación caso a caso no permitiría restablecer la confianza en el sistema financiero, por lo que el Tesoro americano optó por lanzar un programa de rescate global, en discusión en el congreso a la hora de escribir este artículo, con la intención de asegurar la solvencia de las entidades financieras y evitar una restricción de crédito severa.

En principio, el rescate incluye a todas las entidades afectadas por los títulos «tóxicos», por lo que tendrá efectos también en entidades europeas con actividad en Estados Unidos. No obstante, no es descartable que el impacto de la crisis requiera la intervención de las autoridades europeas.



FUENTE: BIS.

Es difícil cuantificar el coste de la actual crisis, ya que el continuo deterioro del mercado inmobiliario estadounidense dificulta valorar su alcance. La sobreoferta de viviendas que tiene en la actualidad el mercado norteamericano continúa presionando los precios de la vivienda a la baja, que mostraban una caída del 15% en el segundo trimestre del año. Esto no permite fijar el valor de los colaterales de la deuda hipotecaria, lo que dificulta el cálculo de la pérdida final de los títulos que cuentan con estas garantías y mantiene la incertidumbre sobre el impacto total en el sistema financiero internacional.

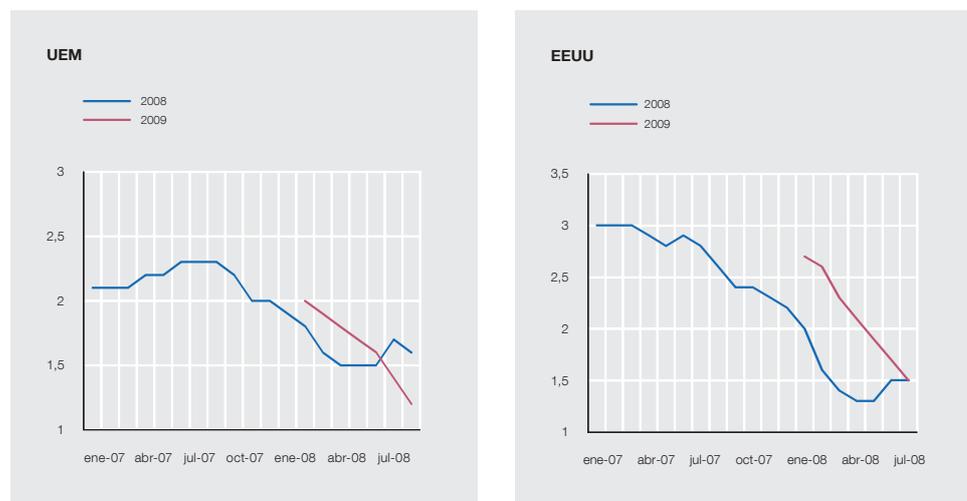
Así, la crisis *subprime* se ha convertido en una crisis de valoración, de transparencia y de supervisión del sector financiero, en la que todavía no se ve un final y de la que es imprescindible extraer lecciones que permitan fortalecer el sistema de cara al futuro.

#### 1.4 IMPACTO EN LA ECONOMÍA REAL

La crisis financiera tiene una traslación a la economía real principalmente a través de cuatro canales: uno de crédito, otro patrimonial, otro de confianza y, por último, el canal fiscal.

- a) El canal de crédito se materializa a través de una menor disponibilidad de financiación que afecta al nivel de inversión y de consumo, especialmente en los países anglosajones. Al cambio de fase del ciclo se han unido la crisis de liquidez, el cierre de los mercados financieros mayoristas y el deterioro de los ratios de solvencia de las entidades como resultado del retorno a balance de estructuras de titulización y del aumento de pérdidas incurridas, lo que reduce la disponibilidad de recursos para prestar al sector privado. Así, como ponen de manifiesto las diferentes encuestas para préstamos bancarios de los principales sistemas financieros, las entidades han elevado sus estándares de oferta de crédito a la hora de conceder financiación, exigiendo mayores garantías, reduciendo los plazos y ampliando los diferenciales cobrados.
- b) El canal patrimonial se materializa a través de la caída del patrimonio financiero y real de empresas y familias, que reduce su colateral, provocando una reducción del consumo y de la inversión de estos agentes. Esto es especialmente relevante tras un período en el que han recurrido de manera creciente a la financiación, por lo que se inicia una etapa de desapalancamiento, reduciéndose la demanda y el crecimiento económico.

(% de variación interanual del PIB)



FUENTE: Consensus Forecast.

- c) El canal de confianza: Por último, y relacionada con los dos anteriores, se ha producido una fuerte caída de la confianza de los agentes económicos, lo que se traduce, asimismo, en un deterioro del crecimiento del PIB.
- d) El canal fiscal: El rescate del sector financiero tendrá un impacto en las cuentas públicas, que probablemente se reflejará en un aumento de la presión fiscal y, en consecuencia, en un menor crecimiento económico.

Es difícil cuantificar estos efectos, sobre todo en un momento en el que la crisis continúa, pero está claro que el crecimiento económico de las principales áreas afectadas se está resintiendo desde la segunda mitad del año 2007, y, como muestra la evolución de las previsiones de las principales áreas económicas, la persistencia de la crisis está trasladando los efectos hasta el año 2009.

Quizás el efecto más preocupante en la actualidad es el canal de crédito. La posibilidad de que la crisis desemboque en un *credit-crunch* todavía sigue viva. Como pone de manifiesto el Fondo Monetario Internacional<sup>5</sup>, el riesgo sistémico no se ha reducido en los últimos trimestres y el continuo deterioro de la solvencia bancaria presiona a la disponibilidad de financiación de la economía en el futuro próximo.

En esta línea, el gobernador del Banco de España declaró recientemente que «la crisis financiera dista mucho de haberse normalizado plenamente, y más bien parece interreaccionar negativamente con las perspectivas macroeconómicas», dando la idea de que nos encontramos actualmente en un círculo vicioso en el que el sistema financiero y la macroeconomía se retroalimentan negativamente. Un círculo vicioso que hay que romper para comenzar a ver la salida de la actual situación.

El endurecimiento de las condiciones de crédito y la mayor aversión al riesgo han tenido efectos sobre la demanda de las principales economías desarrolladas. Además, el fuerte incremento de los precios del petróleo y de los productos agrícolas ha dejado a los bancos centra-

5. Véase actualización del *Global Financial Stability Review*, FMI, julio de 2008.

les con poco margen de maniobra en lo que se refiere a política monetaria, añadiendo complejidad y dificultando la respuesta a la crisis financiera.

## 2 La banca española. Seis bendiciones...

El sistema financiero español no ha sido ajeno al proceso de innovación financiera, pero sí ha estado alejado de las innovaciones nocivas que han desembocado en la actual crisis, lo que le ha situado en una buena posición de partida para afrontarla. Así, la exposición directa e indirecta de las entidades españolas a las hipotecas *subprime* es casi inexistente (representan apenas el 0,03% de los activos totales<sup>6</sup>). Esto se ha reflejado en la valoración de las entidades financieras en bolsa y en los resultados obtenidos durante el primer año de crisis.

Pero, además, existen otros factores que diferencian a la banca española:

### 2.1 ENFOQUE DE BANCA COMERCIAL

El sistema bancario español ha mantenido el foco en la banca minorista. Mientras que, en los últimos años, una gran parte de la banca internacional dio un giro hacia un enfoque basado en la originación de crédito y la transferencia del riesgo, descuidando el servicio al cliente, la banca española ha mantenido su modelo intensivo en distribución de servicios financieros, a través de una extensa red de oficinas que aseguraban la cercanía al cliente y en un entorno muy competitivo que ha obligado a llevar a cabo un notable control de los costes bancarios, lo que ha situado al sistema financiero español como uno de los más eficientes del mundo.

Así, las entidades financieras españolas se encuentran en una posición de ventaja relativa, ya que el sistema de banca universal de cercanía al cliente permite continuar generando negocio en una etapa de desapalancamiento como la que estamos viviendo.

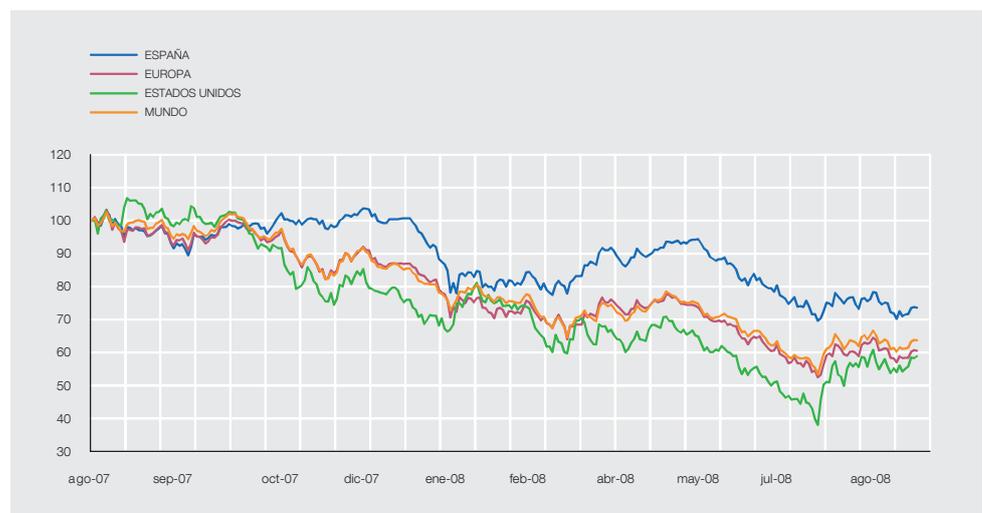
### 2.2 EL MODELO «ORIGINAR Y RETENER»

España ha sido uno de los países donde más se ha desarrollado la titulización de activos en los últimos años. De hecho, entre 2005 y 2007 se situó como segundo emisor de titulizaciones europeo, solo superado por el Reino Unido. No obstante, el modelo de titulización espa-

## EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES: ÍNDICES DE BANCOS DE FTSE

GRÁFICO 4

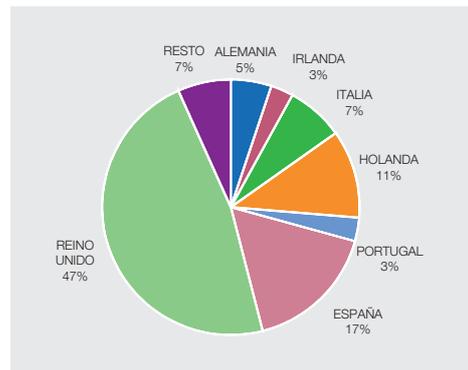
(Agosto 2007=100)



FUENTE: Thomsom Financial.

6. Véase *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de España, noviembre de 2007.

(% sobre el total)



FUENTE: ESF.

ñol difiere de manera sustancial con el desarrollado principalmente en la economía norteamericana<sup>7</sup> y que ha sido, como se ha comentado, la mecha de la actual crisis financiera.

En Estados Unidos, el desarrollo de la titulización de activos no elegibles por las agencias tituladoras Fannie Mae o Freddie Mac se produjo en medio de un proceso de fuerte desintermediación, en el que cada vez intervenían más actores desde el momento de la comercialización hasta la gestión del préstamo.

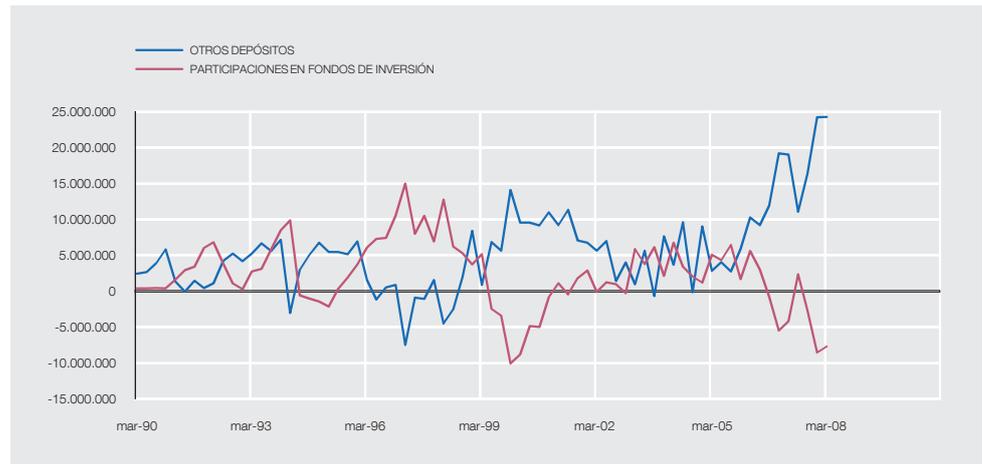
Así, la mayor parte de las hipotecas las comercializan *brokers* que vendían el préstamo a un banco originador que, a su vez, lo vendía a un fondo de titulización que, como se ha podido comprobar al desencadenarse la crisis, lo vendía a bancos de inversión tanto americanos como europeos, a *hedge funds* y a otros inversores institucionales. Así, las instituciones encargadas en originar las hipotecas transferían totalmente el riesgo, por lo que su único incentivo era seguir generando hipotecas, independientemente del riesgo subyacente. Además, la sofisticación a la hora de empaquetar estos préstamos dificultó la evaluación de sus riesgos, lo que generó un mecanismo perverso que desembocó en la actual crisis financiera.

En España, la titulización de activos se ha desarrollado principalmente con el objetivo de acceder a liquidez de largo plazo, sin llevar a cabo una transferencia real del riesgo, por lo que los incentivos a mantener una política prudencial del riesgo han continuado intactos.

Además, el desarrollo de los fondos de titulización se ha basado en el desarrollo de estructuras financieras sencillas y tradicionales, que permiten llevar a cabo una correcta valoración de los riesgos inherentes, algo que se está empezando a demandar por el mercado internacional, en contra de las complejas estructuras desarrolladas en torno a las hipotecas *subprime*, que han supuesto la pérdida de confianza en este tipo de instrumentos.

Por último, la calidad del activo titulado en España es muy elevada, con tasas de morosidad incluso inferiores a las de la cartera no titulada, con una ratio de relación préstamo-valor promedio del 70% y, en el caso de la titulización de las cédulas hipotecarias, con un grado de sobrecolateralización mínimo del 25%. Además, en España, donde el deudor responde a su deuda hipotecaria con la totalidad de su patrimonio, los incentivos a pagar son muy superio-

7. Véase E. Catarineu y D. Pérez (2008), «La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: El modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», *Estabilidad Financiera*, n.º 14, Banco de España, mayo de 2008.



FUENTE: Banco de España.

res a los de los deudores anglosajones, incluso en el hipotético caso de que se produjera una situación en la cual el colateral valiera menos que la deuda asumida.

### 2.3 BASE DE DEPÓSITOS

A pesar del importante desarrollo del mercado de títulos hipotecarios, la banca española no ha descuidado su papel como captador de depósitos. Además, como se ha comentado anteriormente, el sistema bancario español ha mantenido un sistema de banca universal, siendo la principal intermediaria de fondos de inversión y de pensiones. Así, las entidades bancarias españolas han podido desviar su enfoque comercial desde la comercialización de fondos de inversión hacia los depósitos a plazo, en un momento en el que, además, la evolución de los mercados y el apetito al riesgo así lo aconsejaban.

### 2.4 EL SISTEMA FINANCIERO HA ESTADO APARTADO DEL «RIESGO FINANCIERO PURO»

El sistema bancario español ha sido ajeno al desarrollo de las nuevas estructuras de innovación financiera, continuando centrado en el negocio minorista. Además, dadas las características del mercado español, los riesgos de interés y los riesgos de liquidez de las entidades son relativamente bajos.

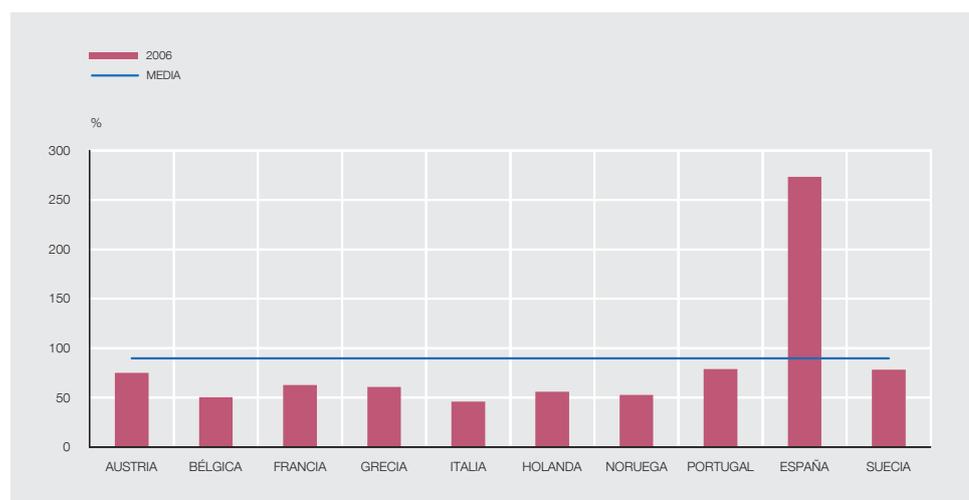
Por un lado, el 97% de las hipotecas se encuentra referenciado a tipo variable, lo que elimina el riesgo de tipo de interés de las entidades. Por otro, las emisiones tanto de cédulas como de titulaciones realizadas durante los últimos años se han hecho a plazos bastante largos, lo que reduce el riesgo de liquidez y ha supuesto un desahogo ante la actual deficiencia de los mercados financieros.

Además, en el sistema financiero español no se ha producido un arbitraje de capital, por lo que la diferencia entre capital y activos financieros ajustados de riesgo, a diferencia de los principales países afectados por la crisis, ha mantenido la solvencia de las entidades dentro de los niveles prudenciales determinados por las normas de capital.

### 2.5 FORTALEZA DE BALANCE: BIEN PROVISIONADOS Y BIEN CAPITALIZADOS

Además, un aspecto diferencial de la banca española es el elevado nivel de provisiones. Desde el año 2000, el Banco de España, preocupado por el fuerte crecimiento del crédito en España y consciente de la prociclicidad del mismo, introdujo la provisión estadística, que obligaba a las entidades a provisionar fondos por riesgos inherentes al ciclo económico. Así, cuando se compara el nivel de provisiones que tenían las entidades al inicio de la crisis con el de otros países desarrollados, se observa el importante colchón con el que contaban las españolas.

(Provisiones/créditos dudosos)



FUENTE: FMI.

Por otro lado, no se debe olvidar que la crisis se ha producido en pleno proceso de aplicación de las nuevas normas de capital regulatorio Basilea II a nivel europeo. El desarrollo de herramientas y procedimientos que aumentan la sensibilidad del capital al riesgo ha supuesto también una fortaleza relativa cuando se compara la banca europea con la banca americana, donde solo las grandes entidades van a someterse al nuevo sistema de cálculo de requerimientos de capital y no lo implementarán hasta 2011.

## 2.6 POLÍTICAS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO PRUDENTES

Como se ha comentado anteriormente, las entidades de crédito han mantenido los incentivos para llevar a cabo una prudente gestión de sus carteras de préstamos. El Banco de España no permitía sacar de balance los préstamos mientras no se produjera una transferencia real del riesgo, por lo que las entidades han continuado evaluando de cerca el riesgo incurrido a la hora de conceder financiación. De hecho, el segmento *subprime* no se ha desarrollado apenas en España.

Esto se ha observado en la evolución de los ratios de mora hipotecaria, que pasaron de ser los más elevados de las economías de la OCDE tras la crisis de principios de los noventa —en niveles superiores al 5%— a ser de los más reducidos, alcanzando un 0,3% en 2006. Además, la cartera hipotecaria se encuentra fuertemente respaldada, ya que la concesión de préstamos ha continuado estando fuertemente sobrecolateralizada.

Todas estas características del sistema financiero español representan fortalezas que han permitido afrontar la crisis desde un punto de partida muy sólido, como muestran los resultados de las entidades de crédito durante el año pasado y la evolución en bolsa en relación con el resto de sistemas bancarios desarrollados.

No obstante, el sistema bancario no ha sido inmune a la crisis financiera internacional. Las restricciones de liquidez, el cambio en la percepción del riesgo y, sobre todo, la intensificación del ajuste del mercado inmobiliario y de la desaceleración de la economía española están teniendo efectos importantes en el volumen de negocio, en el coste de financiación de las entidades de crédito y en la evolución de la calidad de la cartera.

## 3 ... y dos ¿penitencias?

### 3.1 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Para entender la situación actual de la economía española es imprescindible tener en cuenta el importante cambio que ha experimentado, especialmente durante la última década. La

entrada de la economía española en la Unión Económica y Monetaria supuso un impulso sin precedentes. Así, si —como se ha comentado anteriormente— la mayor estabilidad macroeconómica y financiera significó un impulso a la economía internacional, en el caso de España este cambio fue mucho más marcado y tiene un componente permanente mucho más relevante que en el del resto de economías desarrolladas.

Por ejemplo, la caída estructural de los tipos de interés tuvo importantes efectos económicos, ya que, por un lado, aumentó el valor de los activos al reducir el factor de descuento y, por otro, aumentó el «nivel de apalancamiento estructural» de los agentes económicos. De este modo, el nivel de endeudamiento del sector privado ha tenido un notable incremento durante la última década, tanto por parte de empresas como de hogares.

Pero la economía española ha experimentado otros cambios relevantes durante la última década, con un aumento considerable del grado de apertura comercial, una flexibilización del mercado laboral y un cambio en las políticas fiscales que la sitúan lejos de la situación económica en la que se encontraba a principios de la década pasada. Así, nos encontramos ante una economía capaz de responder a choques externos de manera más solvente que en el pasado.

No obstante, el deterioro económico y la persistencia de la crisis de liquidez están elevando los riesgos y la incertidumbre. Principalmente, existen dos aspectos que centran la atención sobre la evolución del sistema financiero en el corto y medio plazo: la capacidad de cubrir las necesidades de financiación de la economía española, y la intensidad y el impacto del ajuste inmobiliario.

### 3.2 LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA

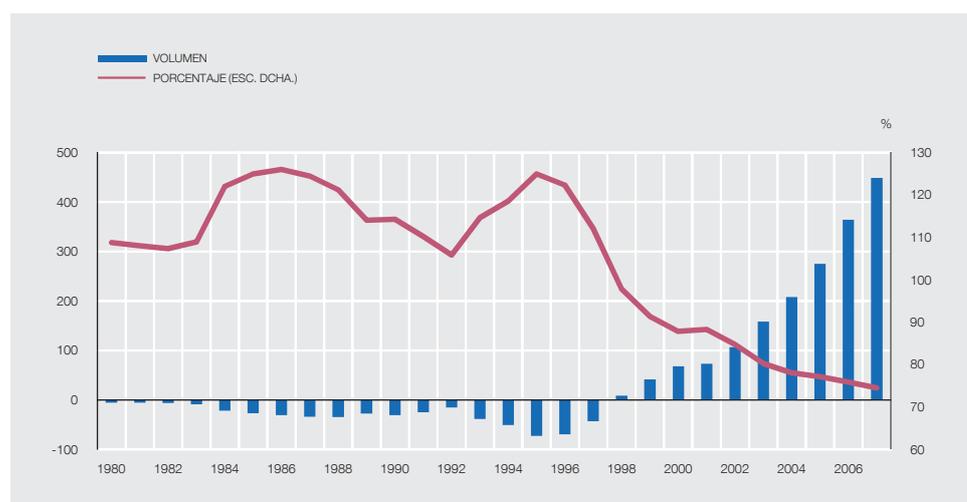
La fuerte expansión del crédito en España no estuvo acompañada por un aumento similar de los depósitos, lo que provocó una creciente dependencia de la financiación bancaria a través de los mercados de capitales. Como se ha comentado anteriormente, España fue, durante 2007, el segundo emisor europeo de titulizaciones y el segundo emisor de títulos hipotecarios (cédulas), por lo que existe un riesgo de que, ante un alargamiento de las turbulencias financieras, las entidades no puedan atender a las necesidades de financiación de la economía en el futuro.

Hasta ahora, el impacto de las turbulencias financieras sobre la oferta de crédito al sector privado en España ha sido limitado: el saldo vivo de crédito al sector privado ha seguido creciendo —aunque a menor ritmo— y el volumen de nuevas operaciones ha caído un 11% respecto de 2007. Así, el menor crecimiento del crédito se explica en buena medida porque la demanda de crédito de empresas y familias se ha reducido, y no tanto porque las entidades hayan endurecido sus criterios de concesión de créditos de forma indiscriminada.

Así, a pesar de que las entidades sí están pidiendo más garantías a la hora de conceder sus préstamos, como muestra la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco de España, el diferencial de tipos de interés cargado a los prestatarios no se ha visto afectado de momento por la crisis de liquidez, e incluso se ha reducido en el caso de créditos a la vivienda, probablemente por la mayor calidad de la financiación concedida durante el último año.

Ese impacto limitado se explica porque, en general, las entidades españolas, hasta el inicio de las turbulencias financieras, habían cubierto sus necesidades de financiación con una cierta anticipación y mediante emisiones de medio y largo plazo. Esta prudente gestión financiera ha permitido a las entidades contar con vías alternativas de financiación y seguir desarrollando su actividad sin grandes contratiempos.

(mm de euros y %)



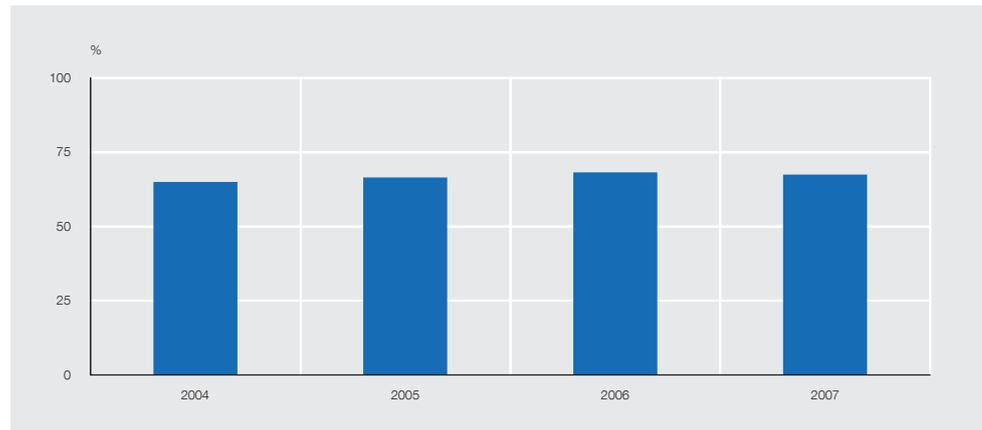
FUENTE: Banco de España.

Sin embargo, la situación actual no es sostenible indefinidamente: a pesar de mostrar una tendencia de desaceleración, las necesidades de financiación en el segundo semestre de 2008 y en 2009 seguirán siendo muy elevadas; los mercados de capitales a medio y largo plazo están lejos de haberse normalizado y los colchones de financiación de que se disponía al inicio de la crisis se han utilizado en una medida importante.

Durante el último año, las emisiones se han realizado a plazos muy cortos (la mayoría a dos años), algo que abunda en la debilidad del mercado, sobre todo en el caso de las cédulas hipotecarias en las que el colateral tiene un plazo de más de 20 años. Las necesidades de financiación de 2007 y el primer semestre de 2008 se han cubierto en buena medida por vías tales como el aumento del recurso al Banco Central Europeo o las emisiones de papel a corto plazo. Es cierto que había margen para utilizar estos instrumentos sin deteriorar gravemente la posición financiera de las entidades. Sin embargo, estas vías de financiación no son recurrentes, tienen sus limitaciones y elevan el perfil de riesgo de la actual estructura de financiación.

La apelación al BCE alcanzó en junio los 47 mm de euros, 29 mm de euros más que los recaudados por esta vía al inicio de la crisis (entonces estaba en mínimos) y unos 23 mm más que en la media 2004-2006. No obstante, el importe representa el 10,3% del total inyectado por el BCE, lo que muestra que era un recurso poco utilizado por las entidades españolas, cuyo peso en el Eurosistema es del 10%. Otra vía de financiación ha sido la posición deudora en el interbancario, aunque es cierto que la actividad de las filiales de bancos extranjeros podría explicar en parte esta situación.

Por último, las entidades han seguido recurriendo a los mercados primarios, pero principalmente a través de emisiones de papel a corto plazo. Durante los últimos 12 meses, el 91% de las emisiones de las entidades de crédito ha sido a corto plazo, frente al 73% de hace dos años. Desde que se inició la crisis, las emisiones netas de títulos a largo plazo han registrado una notable caída, como pone de manifiesto la evolución del saldo vivo, que dejó de crecer desde el mes de agosto. Por el contrario, el saldo vivo de los valores a corto plazo aumentó de manera notable en el último año (un 22%), a pesar de que se ha desacelerado ligeramente en el segundo trimestre de 2008.



FUENTE: Asociación Hipotecaria Española.

Otro recurso utilizado ha sido la canalización del ahorro privado hacia depósitos, en detrimento de los fondos de inversión, como muestra la caída acumulada en las suscripciones netas de 30 mm de euros entre enero y junio.

En definitiva, este *roll-over* basado en operaciones de corto plazo está deteriorando gradualmente la situación de liquidez de las entidades financieras y, de prolongarse la situación en los mercados financieros internacionales, el deterioro de capacidad de financiación a la economía puede desembocar en una situación de restricción de crédito.

### 3.3 EL AJUSTE DEL MERCADO INMOBILIARIO

Las necesidades de financiación afectan de manera especial al ajuste del mercado residencial. La fuerte expansión inmobiliaria experimentada en España a partir de 1997 estuvo apoyada en la financiación tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. Así, existen dudas tanto sobre cómo va a afectar el actual ajuste de mercado en el sistema financiero español como del impacto que la situación del sistema financiero va a tener sobre el mercado residencial.

El fuerte deterioro de la confianza de los consumidores ha reducido de manera significativa la demanda de vivienda. Así, las compraventas de vivienda muestran una caída del 28% en el primer semestre de 2008 y, en consecuencia, se ha experimentado una fuerte caída de la demanda de financiación para la adquisición de vivienda (un 40% menos en el primer semestre de 2008). Mientras, el número de viviendas que sale al mercado continúa aumentando, lo que está provocando un aumento del *stock* de viviendas en oferta.

Una situación de sobreoferta tiende a hacer presión a la baja sobre los precios residenciales. No obstante, hasta el momento el precio de la vivienda en España se ha desacelerado de manera gradual. En este sentido, uno de los mayores riesgos para el sistema financiero en una situación de mercado inmobiliario desequilibrado se produce cuando una caída brusca de los precios provoca que el valor del activo sea inferior a la deuda, eliminando los incentivos a continuar pagando el préstamo.

En España, ese riesgo es reducido, ya que, por un lado, las familias hipotecadas responden ante la entidad acreedora con su patrimonio y, por otro, las políticas de concesión de créditos han continuado siendo prudentes a lo largo de la expansión crediticia. Como muestran las estadísticas, la relación préstamo-valor de la cartera de préstamos a la adquisición de vivienda se ha mantenido en niveles del 65%, por lo que el grado de sobrecolateralización es muy

elevado, siendo muy improbable que se llegue a una situación de «riqueza negativa» por parte de los deudores.

De este modo, es descartable que el ajuste inmobiliario en España pueda tener una intensidad similar a la del mercado norteamericano, ya que en España no se ha desarrollado el mercado *subprime* y la disposición al pago es mayor. En todo caso, el impacto de un aumento de la morosidad sobre las cuentas de las entidades será más reducido al contar con un mayor respaldo del colateral.

#### 4 Lecciones de la crisis

La crisis financiera ha permitido extraer diferentes lecciones en lo que se refiere a la gestión y la supervisión de las entidades financieras.

##### 4.1 GESTIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En general, la crisis ha puesto de relieve las fortalezas de un modelo de banca universal, como el español, en relación con la banca de inversión o la banca de producto.

No obstante, como se ha puesto en evidencia a lo largo de este artículo, no es un buen momento para la autocomplacencia, sino que la coyuntura actual representa un interesante reto que afrontar. Existe un único antídoto contra la crisis: una gestión disciplinada.

##### 4.1.1 Principios de balance

Si bien es un requisito imprescindible en la gestión de cualquier empresa estar atento a los cambios que está experimentando nuestro entorno en todo momento, las entidades financieras deben basar su gestión en cuatro principios de balance básicos:

###### 1 Creación de valor a través de la relación con el cliente

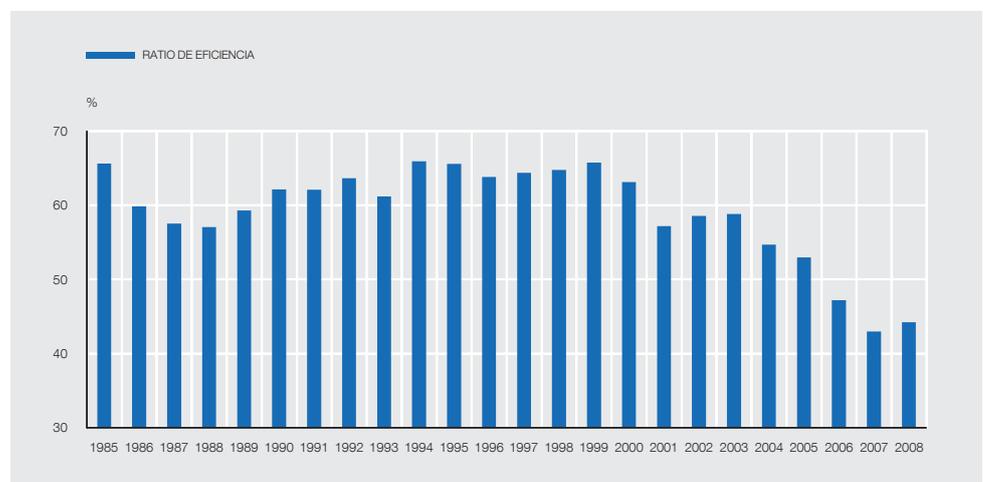
Se crea valor a medio y largo plazo añadiendo valor a nuestros clientes, no tomando riesgos financieros. Es decir, el riesgo financiero se gestiona, no se juega con él, y la mejor forma de gestionarlo es a través de las relaciones estables y directas con nuestros clientes y mediante la generación de negocio recurrente.

España cuenta con la red de sucursales más extensa del mundo (aproximadamente, 47.000 oficinas). No obstante, no hay que descuidar el desarrollo del

#### RATIO DE EFICIENCIA

GRÁFICO 10

(Gastos de explotación/margen ordinario)



FUENTE: Banco de España.

resto de canales de distribución (teléfono, Internet, agentes, etc.), que permiten a ambas partes maximizar la relación.

El modelo de banca universal brinda la posibilidad de poder acompañar a los clientes, cubriendo las diferentes necesidades financieras que les surgen a lo largo de su ciclo vital.

Pero, además, en banca comercial es indispensable llevar a cabo un riguroso control de los costes. Así, es necesaria una cultura de continua mejora de la productividad, basada en las ventajas de la plataforma tecnológica y en la continua reestructuración de las áreas operativas. Para ello, es también importante explotar las economías de escala, que se alcanzan a través de un tamaño crítico de mercado. El mercado español ha conseguido importantes avances en eficiencia y, de hecho, es uno de los sistemas que mejores ratios presenta. No obstante, en situaciones como la actual es cuando el control de costes se hace más relevante.

## 2 *Sin atajos para beneficios de corto plazo*

El sistema financiero español ha basado el crecimiento de sus resultados en negocios recurrentes, lo que ha mantenido, en general, a las entidades alejadas de las inversiones en títulos y estructuras financieras complejas, que han sufrido de lleno el impacto de la actual crisis. Esto está ligado claramente con el enfoque de banca minorista. El centrar los esfuerzos y estrategias en conseguir prestar el mejor servicio financiero al menor coste, en un entorno de prudencia en la gestión de riesgos, es la clave de cara a conseguir aumentar los resultados con una visión de medio y largo plazo. Los «atajos», el arbitraje, son formas de alcanzar resultados de corto plazo, pero también implican la asunción de un elevado riesgo.

## 3 *A veces, lo barato sale caro*

En banca es importante seguir la filosofía de no ir «a por el último céntimo». Así, la gestión del balance de las entidades financieras debe estar inmersa en una política clara e independiente de riesgos. Algo que en la actualidad se apunta como una de las grandes carencias de la banca internacional<sup>8</sup>.

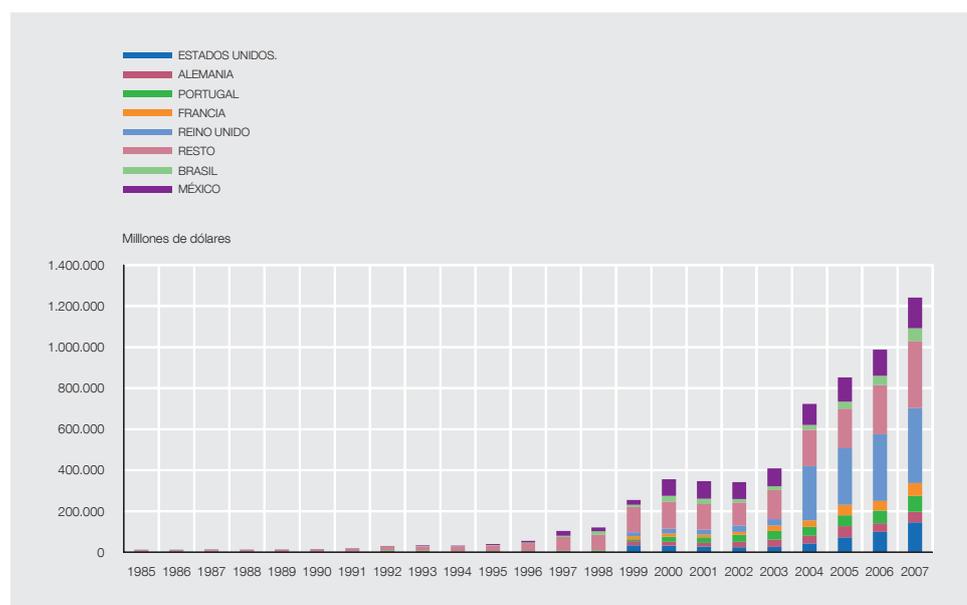
En este sentido, la aproximación al cálculo de capital de Basilea II ha sido un importante avance a la hora de elevar la sensibilidad de las entidades financieras a la gestión del riesgo. No obstante, es importante avanzar en impregnar a todos los niveles de las instituciones financieras con una comprensión de la rentabilidad ajustada al riesgo.

## 4 *Los beneficios de la diversificación*

En la actualidad se hacen más evidentes que nunca los beneficios de la diversificación. La banca española ha aprovechado la bonanza económica para llevar a cabo una fuerte expansión internacional, multiplicando por 12 los activos en el extranjero en la última década y consiguiendo una elevada presencia tanto en

---

8. Véase IIF (2008), *Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations*.



FUENTE: BIS. International Banking Statistics, consolidated foreign claims of reporting banks, marzo de 2008.

América Latina como en Europa o Estados Unidos. Así, ante la caída en el volumen de negocio en España, es de esperar que la aportación al beneficio de las inversiones en el extranjero ganen peso en los próximos años.

4.2 SUPERVISIÓN FINANCIERA

La crisis ha puesto de relieve, una vez más, el papel crucial de la supervisión bancaria y la necesidad de acomodar la misma, de manera continua, a los nuevos retos que representan la globalización y la innovación del sistema financiero.

El impacto internacional de la crisis ha mostrado el aumento del riesgo de contagio en un mercado financiero cada vez más integrado. Así, todo el marco regulatorio financiero está siendo objeto de reflexión para responder a los retos de su nivel de integración e introducir garantías que reduzcan la posibilidad de volvernos a enfrentar a situaciones como la actual. Asimismo, desde muchos foros se está trabajando en la detección de las carencias del sistema financiero y planteando recomendaciones para el fortalecimiento del mismo.

Como pone de manifiesto la mayoría de estos trabajos, es imprescindible avanzar en los principales problemas detectados en el desarrollo de la crisis financiera, la transparencia y el reflejo de la posición real de una entidad financiera en cada momento, dotando a los supervisores de elementos sólidos para poder valorar la situación del sistema y generando confianza en el mismo. No obstante, es importante no sobre-reaccionar, en un momento en el que la situación del sistema financiero se mantiene delicada, llevando a cabo una reflexión profunda que permita introducir las mejoras necesarias para que el sistema financiero salga fortalecido de la actual situación.

5 Conclusiones

La crisis financiera ha destapado una serie de excesos cometidos por el sistema financiero internacional tras un largo período de extraordinaria abundancia de liquidez y de estabilidad macroeconómica que contribuyó al desarrollo de una innovación financiera basada en un sistema de incentivos perverso. Esto ha desembocado en una crisis de confianza, que mantiene, un año después, al sistema financiero en un entorno de elevada incertidumbre y cuyo impacto ha provocado un fuerte deterioro de la economía real.

La banca española ha afrontado el primer año de crisis de manera solvente, gracias a su modelo de negocio basado en la banca minorista —que la ha mantenido alejada de estas innovaciones— y a la supervisión del Banco de España —que ha fortalecido la capacidad del balance de las entidades de absorber *shocks* como el actual—. No obstante, la duración de la crisis financiera, unida al ajuste de la economía española, ha deteriorado de manera notable el entorno en el que se desenvuelve el negocio bancario. Las elevadas necesidades de financiación de la economía española y el ajuste del sector inmobiliario representan los principales retos de la gestión de las entidades financieras en el corto y en el medio plazo.

La crisis ha revalidado el modelo de banca universal, como el español. No obstante, es clave profundizar, en momentos como el actual, en la importancia de llevar a cabo una gestión marcada por la prudencia, la eficiencia y el foco en el negocio recurrente, que permita un crecimiento de las entidades enfocado en el medio plazo.

Asimismo, es imprescindible que la comunidad financiera internacional extraiga lecciones que permitan evitar que se repita una crisis como la actual, fortaleciendo el sistema supervisor, la transparencia y los mecanismos de valoración de las entidades financieras.

LA CRISIS DE LIQUIDEZ DE 2007: HACIA UN NUEVO MODELO DE INDUSTRIA  
FINANCIERA

Manuel González Cid (\*)

(\*) Manuel González Cid es Director Financiero del BBVA. Este artículo se basa en la ponencia presentada por el autor, en febrero de 2008, en el CEMFI (Centro de Estudios Monetarios y Financieros). Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



En los últimos tiempos, la jerga financiera se ha visto ampliada considerablemente con acrónimos —SIV, ABS, CDS, CDO...— y términos anglosajones —*conduits*, *monoliners*, *origination*...—, que constatan la continua evolución del sector al compás de la innovación financiera. En este contexto, los episodios que han dado forma a la crisis se han sucedido a un ritmo tan vertiginoso que, en ocasiones, se pierde cierta visibilidad a la hora de analizar sus causas y sus potenciales impactos.

Este artículo, basado en la ponencia presentada por el autor en febrero de 2008 en el CEMFI, pretende introducir elementos de reflexión sobre los potenciales impactos de esta crisis en el sector financiero, sobre todo en su configuración futura. Repasar brevemente los principales acontecimientos que se sucedieron desde su materialización hasta junio de 2008 favorecerá la comprensión de las diferentes visiones que conviven en los círculos financieros.

Este trabajo concluirá tratando de aportar al lector los elementos estructurales clave sobre los que se apoyará el nuevo escenario que en la actualidad se está gestando en la industria financiera.

### 1. Una visión descriptiva de la crisis

#### 1.1 PRINCIPALES

#### ACONTECIMIENTOS: FLUJO

#### DE NOTICIAS

Muchos analistas fechan el estallido de la crisis *subprime* en el 2 de abril de 2007. Ese día, New Century Financial Corporation, la mayor hipotecaria especializada en créditos *subprime* de Estados Unidos, oprimida por el incumplimiento de pago cada vez mayor de sus clientes, presentó oficialmente a las autoridades financieras del país la solicitud de acogerse al denominado *Chapter 11*. El deterioro sufrido por New Century en los meses precedentes a esta solicitud se pone de manifiesto al analizar el desmoronamiento que padeció su valor bursátil, ya que el 1 de enero de 2007 se cifraba en 1.750 millones de dólares y apenas tres meses más tarde, el 14 de marzo, día después de que la Bolsa de Nueva York decidiera excluir su cotización —por insolvencia y presunto delito contable—, su volumen de capitalización no superaba los 55 millones de dólares, tras retroceder en ese período de tiempo el valor de sus acciones un 97%.

El mercado prácticamente no tuvo tiempo para asimilar el colapso de New Century, ya que, un mes después, el 3 de mayo, UBS anunciaba el cierre de su filial de *hedge funds*, Dillon Read Capital Management (DRCM), una vez que las pérdidas —por valor de 124 millones de dólares— acumuladas por esta división durante el primer trimestre del año lastraron los resultados de la entidad suiza.

Poco después, entre los meses de junio y julio de 2007, dos *hedge funds* gestionados por Bear Stearns declararon un volumen de pérdidas tal, que su valor se evaporó. Este acontecimiento, que suponía la bancarrota más sonada de un fondo de inversión libre desde la protagonizada por Long Term Capital Management en el año 1998, significaba la pérdida total de las cantidades aportadas por sus inversores. Los motivos esgrimidos por el banco de inversión para justificar la quiebra de ambos fondos —la depreciación total de los tramos triple A de sus titulaciones, cuyos activos subyacentes eran hipotecas *subprime*— vinieron a confirmar los peores presagios que circulaban desde hacía meses por el sector financiero.

En el medio de este panorama, varios fondos de deuda hipotecaria a escala internacional congelaron sus inversiones, evidenciando que la propagación de la crisis de confianza se había consumado.

Sin embargo, fue el día 9 de agosto de 2007 cuando la crisis *subprime* afectaría definitivamente al sector financiero internacional. El detonante fue la suspensión temporal del cálculo del valor liquidativo de tres de sus fondos anunciada por BNP Paribas, debido a la ausencia de precios de referencia y a la falta de liquidez. Anteriormente, el 30 de julio, el Banco Alemán de Industria (IKB), especializado en la financiación a pequeñas y medianas empresas, había reconocido públicamente que la exposición a los activos dañados le imposibilitaría el cumplimiento de los objetivos de beneficios establecidos para el año en curso, asumiendo pérdidas millonarias.

El volumen total de deuda hipotecaria en el primer trimestre de 2007 ascendía a 10.426 billones de dólares en Estados Unidos. Para sopesar la magnitud de esta cifra basta con recordar el PIB que arrojaba en esa misma fecha, 13.756 billones: la deuda hipotecaria representaba el 75,8% del indicador.

a. Extensión de los problemas del *subprime* en Estados Unidos

El volumen acumulado de créditos *Alt-A* y *subprime* —2.815 billones de dólares— representaba el 27% del total de la deuda hipotecaria estadounidense. Por su parte, el volumen de hipotecas de alto riesgo formalizadas (con una ratio LTV del 100% o del 90% con documentación limitada) constituía aproximadamente el 35% de las *Alt-A* y *subprime*, es decir, 985 billones de dólares.

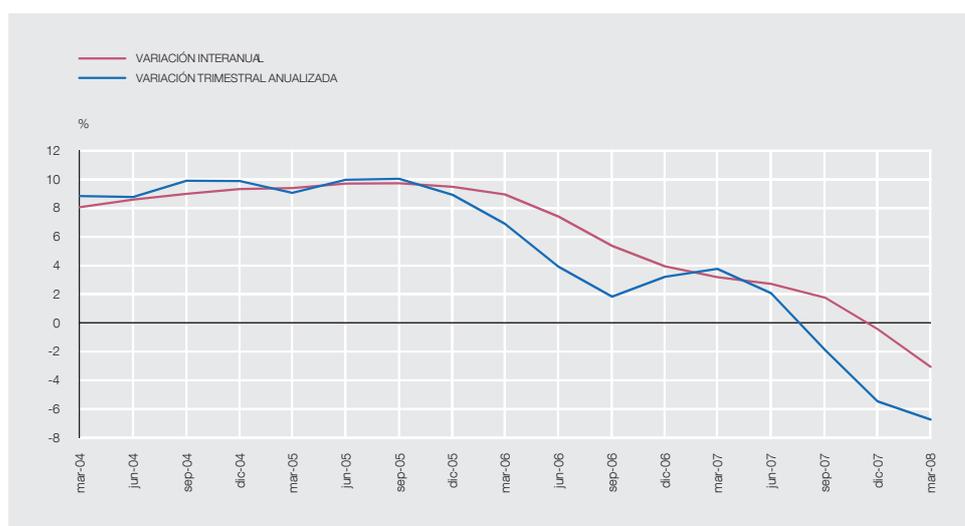
El sistema comenzó a colapsarse al comprobar el elevado riesgo de los activos titulizados con hipotecas estadounidenses, en un contexto de fuertes caídas del precio de la vivienda e incremento de la morosidad hipotecaria.

En los años previos, la elevada inflación observada en Estados Unidos había motivado la reacción de la Reserva Federal, que incrementó progresivamente los tipos de interés<sup>1</sup> para tratar de estabilizar las presiones inflacionistas. Consecuencia directa de esta medida fue el incremento del coste de la deuda, lo que desembocó en que el precio de la vivienda, que había crecido de forma espectacular del año 2001 al 2005, comenzara a caer.

**ESTADOS UNIDOS: VARIACIÓN DE PRECIOS DE VIVIENDA**

GRÁFICO 1

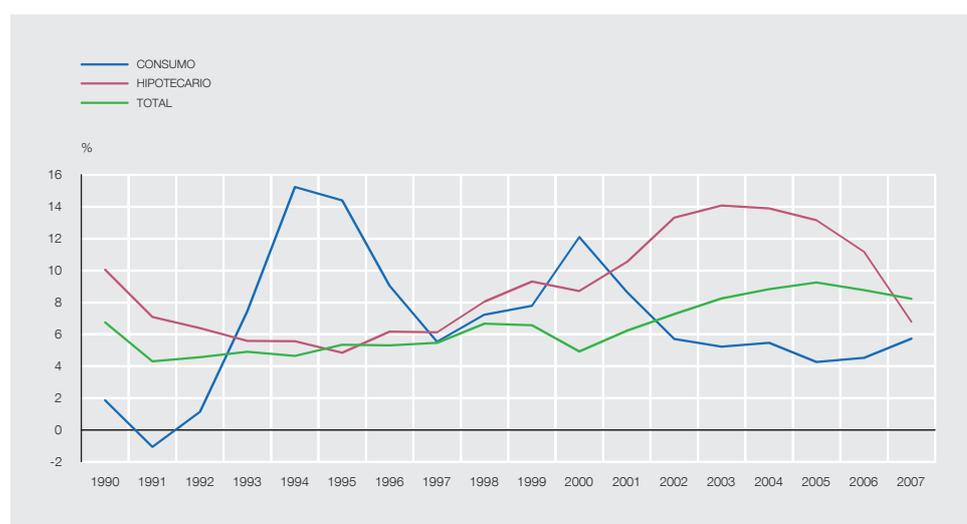
(Índice de precios de viviendas compradas OFHEO)



FUENTES: Servicio de Estudios Económicos BBVA y Bloomberg.

1. En tres años, la Reserva Federal incrementó los tipos de interés desde el 1% vigente el 25 de junio de 2003 al 5,25% del 29 de junio de 2006, lo que supuso 17 subidas consecutivas de 0,25 puntos cada una.

(Var. % anual)



FUENTES: Servicio de Estudios Económicos BBVA y Bloomberg.

El impacto ocasionado en el sector hipotecario por el aumento de tipos fue tal, que se llegó al extremo de que muchos inversores tuvieron que enfrentarse a la realidad de que la deuda contraída con las entidades financieras superaba el valor de la propiedad adquirida.

El descenso significativo en las operaciones de compraventa de viviendas en Estados Unidos motivó una ralentización de los créditos hipotecarios concedidos a partir del año 2006, lo que reflejaba gráficamente el ahogamiento paulatino al que comenzaba a verse sometido el sector hipotecario, tras unos años en los que la enorme liquidez existente se había trasladado en dirección a los activos inmobiliarios.

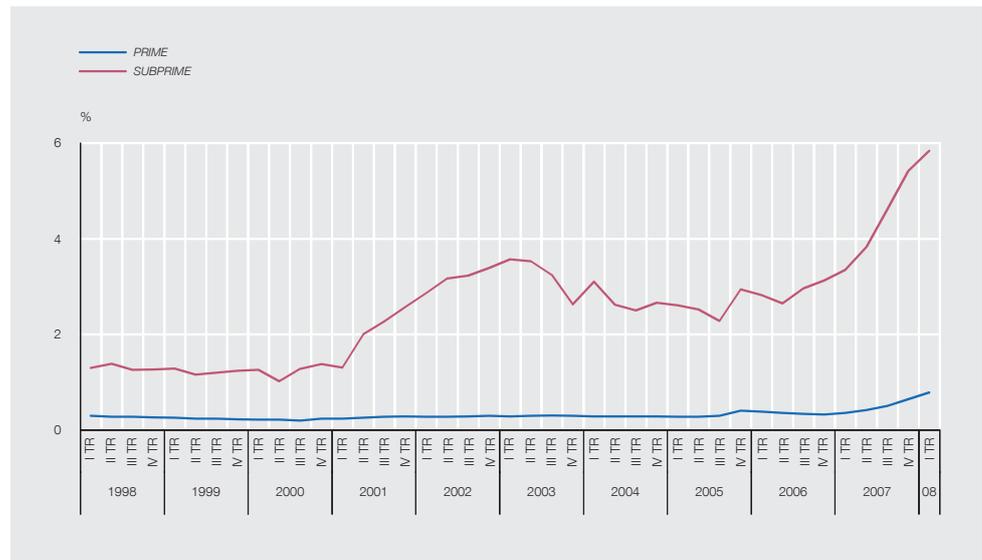
La escalada de tipos de interés configuró un escenario en el que la deuda contraída por los inversores iba en continuo aumento, las viviendas ya no incrementaban su valor — incluso se reducía, produciéndose un descenso considerable de la tasa de ventas— y, además, en el año 2007 finalizaría el período de carencia de las hipotecas contratadas en 2005, lo que suponía un volumen importante de hipotecados que tendrían que empezar a hacer frente a los pagos en unas condiciones definitivamente desfavorables e inesperadas.

La consolidación y posterior agudización que estos factores originaron en la economía estadounidense repercutieron negativamente en la renta disponible de las familias, lo que desembocó en un aumento significativo de las ejecuciones hipotecarias, fruto del impago de la deuda. El impacto que originaría este incremento de la morosidad en la industria financiera vendría definido en función del grado de apalancamiento soportado por cada institución y de la base de capital de que dispusiera para equilibrar y fortalecer su balance.

En el año 2006, el número de ejecuciones alcanzó la cifra de 1.200.000 casos, lo que llevó a la quiebra durante ese mismo ejercicio a medio centenar de entidades hipotecarias. Aun con esto, lo peor estaría por llegar. Una de las señales más sintomáticas enviadas por el mercado se produjo el 5 de diciembre de 2006, con el colapso financiero de Ownit Mortgage Solutions, entidad hipotecaria estadounidense especializada en hipotecas de alto riesgo.

**EVOLUCIÓN DE LA MOROSIDAD HIPOTECARIA EN ESTADOS UNIDOS  
(90 DÍAS) (%)**

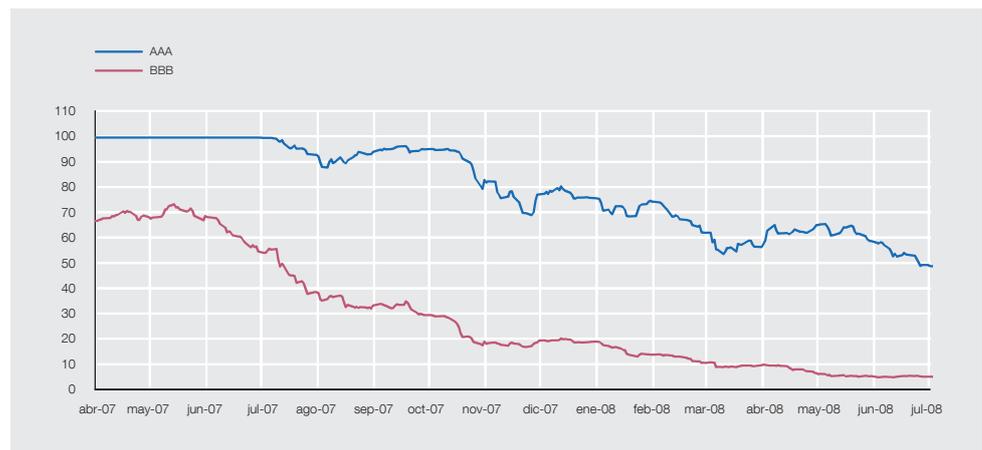
GRÁFICO 3



FUENTE: Bloomberg.

**ESTADOS UNIDOS: VALOR DE LAS HIPOTECAS TITULIZADAS**

GRÁFICO 4



FUENTE: JP Morgan.

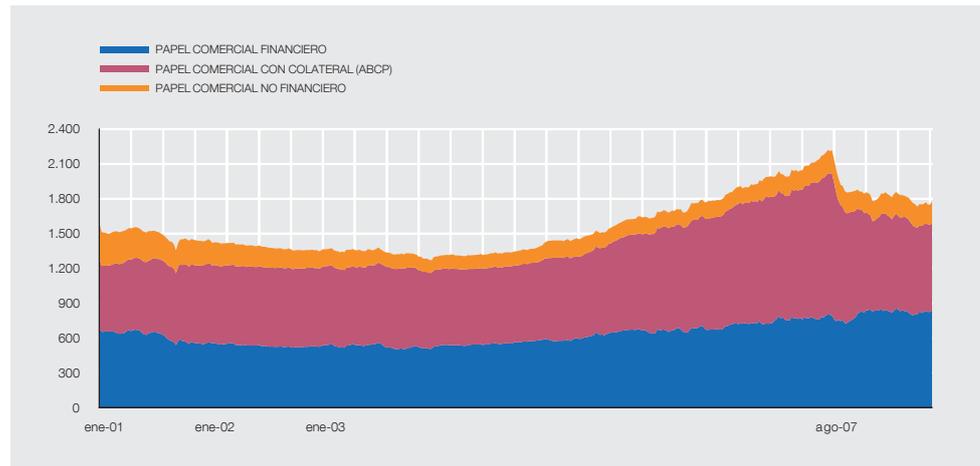
A medida que la tasa de morosidad iba en aumento, las dudas sobre la valoración de determinados productos financieros comenzaron a sobrevolar los mercados, hasta que, definitivamente, el valor de los activos titulizados se desmoronó.

b. Dudas sobre los derivados de crédito, combinado con revisiones de *rating*

En ese momento, la colocación de productos estructurados en el mercado se vio seriamente comprometida, y adicionalmente esa dificultad se vio agravada por una serie de factores, como las rebajas de *rating* suscitadas por las principales agencias de calificación crediticia, que reevaluaron los riesgos asociados a esos productos, así como las dudas acerca de la calidad de las carteras de las instituciones de crédito y las declaraciones de autoridades e instituciones financieras con capacidad de influencia en la opinión pública, en las que constataban que los problemas se prolongarían más tiempo del previsto inicialmente.

c. Freno en la actividad de los *hedge funds*, que son proveedores de liquidez

Por otro lado, el patrimonio de los *hedge funds* ascendía a 1.100 miles de millones (mm) de dólares a 31 de julio de 2007. La progresiva evolución que habían protagonizado los *hedge funds* durante los últimos años había impactado muy positivamente en el sistema financiero, convirtien-



FUENTE: Reserva Federal de Estados Unidos.

do a estos agentes en importantes suministradores de liquidez en el mercado. Los *hedge funds* apostaron con firmeza por los nuevos instrumentos que iban emergiendo en la industria financiera, por lo que, de alguna manera, asociaron su actividad al comportamiento de estos productos. Prueba de ello es que el 60% de los derivados de crédito era negociado por *hedge funds*. Esta actividad era tan productiva que se estima que cerca del 25% de los ingresos de los bancos de inversión provenía de actividades vinculadas a este tipo de productos.

Sin embargo, esta fecha marcó un cambio de tendencia, ya que, a raíz de la desconfianza suscitada en torno a la valoración de los derivados de crédito, el volumen de activos gestionados por los *hedge funds* comenzó a descender de modo significativo. Como resultado, la facultad que estos productos habían exhibido para abastecer de liquidez a los sistemas se contrajo notablemente.

d. Freno en la emisión de papel comercial, clave para la financiación

Desde el año 2003, el papel comercial garantizado representaba más del 50% del total emitido, elevando gradualmente su volumen cada año.

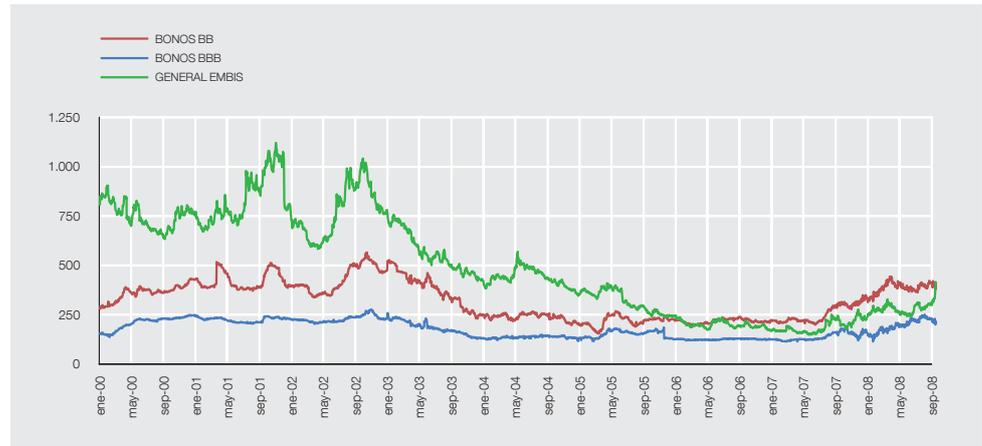
El estallido en agosto de 2007 de la crisis *subprime* sacudió este mercado, registrando en una semana una caída en el saldo vivo de papel comercial del 4,1% (91 mm de dólares), desplome exclusivamente comparable con el que se produjo en septiembre de 2001, cuando descendió un 4,21% (60 mm de dólares).

e. Necesidad de intervención extraordinaria de los bancos centrales

La intervención de los principales bancos centrales se tornó imprescindible a medida que el fallo originado en el mercado hipotecario de Estados Unidos se extendía paulatinamente por el sistema financiero. De carácter extraordinario y con una magnitud y duración sin precedentes, la intervención de los bancos centrales se coordinó en torno a una serie de actuaciones orientadas a minimizar el impacto de la crisis en los mercados e impedir su transferencia a la economía real:

- Inyecciones de liquidez en frecuencias no programadas.
- Ampliaciones en la gama de colaterales.
- Préstamos a horizontes mayores que los habituales.

(Diferencial sobre bono soberano Estados Unidos, puntos básicos)



FUENTES: BBVA a partir de Bloomberg, y JP Morgan.

- Ampliación de los intermediarios financieros a los que se da liquidez.
- Reducción del coste de financiación.

El mismo 9 de agosto de 2007, el Banco Central Europeo intervino en el sistema financiero practicando una subasta de financiación rápida mediante la cual inyectó en los mercados 94.841 millones de euros (130.880 millones de dólares), en condiciones favorables, con el propósito de «apoyar el proceso de normalización en el mercado de dinero». Durante tres días hábiles consecutivos, la entidad monetaria europea realizó inyecciones de liquidez extraordinarias a los mermados mercados, por un valor total superior a 200 mm de euros. Esta medida fue secundada por la Reserva Federal estadounidense el día 10 de agosto, al inyectar fondos por un importe cercano a los 17,5 mm de euros (24 mm de dólares) Durante días se sucedieron las masivas inyecciones de liquidez extraordinarias —en diferentes divisas— por parte de los principales bancos centrales, con el fin de relajar con urgencia las tensiones del mercado secundario. Dos semanas después del estallido de la crisis, el volumen de liquidez inyectado en el interbancario superaría los 450 mm de euros.

El recorte drástico de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal, rebajando 3,25 puntos desde septiembre de 2007, supuso otra medida llevada a cabo por las autoridades del país para reactivar la economía. En general, los esfuerzos de los bancos centrales se vieron acompañados por la puesta en marcha de una serie de reformas —planes de estímulo fiscal, cambios en la política monetaria, reformas contables, etc.— por parte de autoridades y reguladores internacionales, orientada a minimizar en la medida de lo posible el impacto de la crisis crediticia.

### 1.3 LA MATERIALIZACIÓN DE LA CRISIS

Los *spreads* de crédito de los bancos en las fechas previas al estallido de la crisis aumentaron de forma significativa, con discriminación en las entidades estadounidenses, algo que no sucedió en igual medida en los *spreads* de los bancos europeos. Tanto es así, que el incremento promedio de *spread* experimentado en Estados Unidos en los meses de junio y julio de 2007 supuso el 60% del mayor contemplado, que tuvo lugar también en Estados Unidos durante la citada crisis de Long Term Capital Management en el año 1998 —100 puntos básicos en promedio—. En Europa, el aumento se produjo de forma sostenida y más controlada —17 puntos básicos—, un promedio triplicado por los *spreads* de crédito de los bancos estadounidenses.

Estos *spreads* continuaron su escalada en los meses posteriores al inicio de las turbulencias.

Las volatilidades reflejadas en los mercados meses antes del estallido de la crisis, tanto en los de renta fija como en los de renta variable, se agravaron también en agosto de 2007, alcanzando repuntes de preocupación, lo que alimentaba la incertidumbre en la industria financiera.

Adicionalmente, y como consecuencia de todo lo anterior, se produjo un impacto muy considerable en los distintos mercados bursátiles, provocando la descapitalización de numerosos índices, si bien, a diferencia de lo ocurrido en episodios de incertidumbre precedentes, las bolsas emergentes no amplificaron los movimientos de los países desarrollados, a excepción de la India.

Por otro lado, la ampliación de los *spreads* en los países emergentes fue limitada, y desde luego mucho menor que en el pasado.

## 2 ¿Una historia de excesos?

Según algunas tesis, la crisis es consecuencia directa de los excesos cometidos por algunas entidades financieras en los últimos años.

Recientemente hemos sido testigos de uno de los mayores ciclos expansivos continuados de la economía mundial, con la inflación controlada y unos bajos tipos de interés, lo que se tradujo en un período de sólido crecimiento y elevada liquidez en los mercados.

Paradójicamente, esta coyuntura económica tan favorable tuvo su origen en el clima de inestabilidad internacional que se desató en los mercados a partir del bienio 2000-2001, tras el desplome bursátil de las compañías tecnológicas, denominadas popularmente «puntocom», y se agravó posteriormente a raíz del dramático ataque terrorista asestado al corazón financiero de Estados Unidos. Las circunstancias forzaron a los principales bancos centrales a intervenir de forma progresiva, inyectando liquidez y llevando a cabo una reducción agresiva de los tipos de interés<sup>2</sup> hasta niveles inusitadamente bajos, especialmente en Estados Unidos, con el propósito de devolver la confianza a los mercados y, en consecuencia, estimular los niveles de consumo y de producción.

Así, la actividad desarrollada por las entidades financieras se desarrolló en un contexto económico favorable, que propició un fuerte ritmo de crecimiento orgánico de los activos, con crecimientos anuales por encima de los dos dígitos, que superaban continuamente las expectativas.

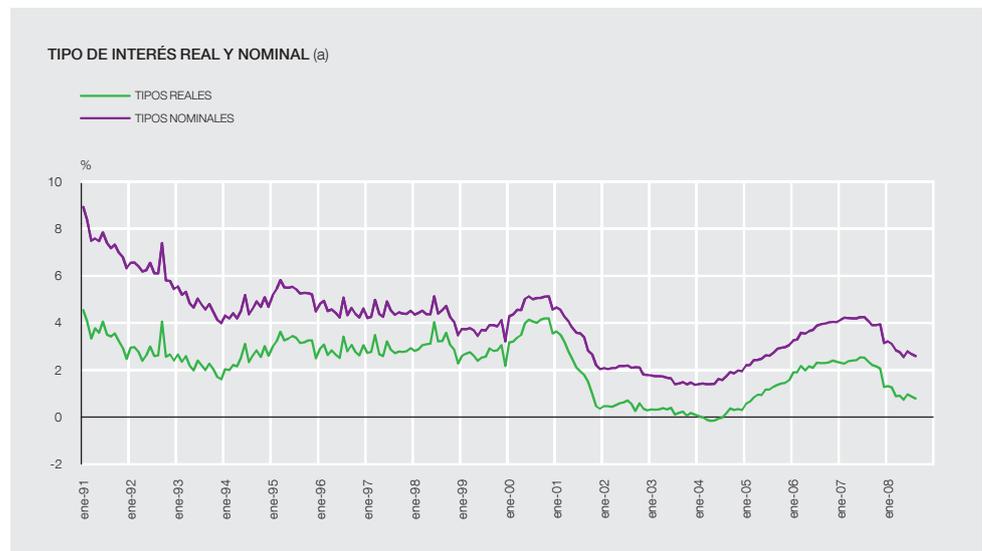
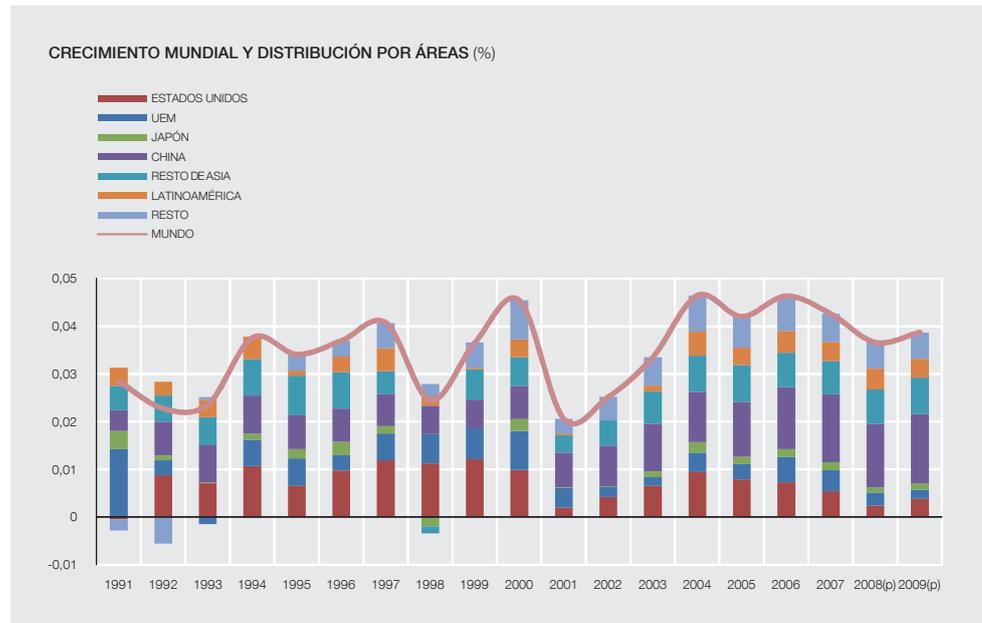
En la contribución a este crecimiento orgánico fue especialmente relevante el volumen de préstamos concedidos para operaciones apalancadas. Según Dealogic, en el ejercicio 2006 las entidades europeas financiaron más de 1.300 grandes operaciones apalancadas, por un valor que superaba los 240 mm de dólares.

También fue significativa la aportación del sector financiero a la intensa actividad de M&A. Las entidades financieras invirtieron en torno a 400 billones de euros en 2006 en operaciones de adquisición. Las operaciones realizadas a lo largo de estos últimos años han sido de naturaleza muy variada:

- Operaciones de consolidación interna.
- Historias de reestructuración.

---

2. La Reserva Federal redujo los tipos de interés del 6,5% (16 de mayo de 2000) al 1% (25 de junio de 2003). Por su parte, el Banco Central Europeo hizo lo propio, pasando del 4,5% (28 de junio de 2000) al 2% (6 de junio de 2003).



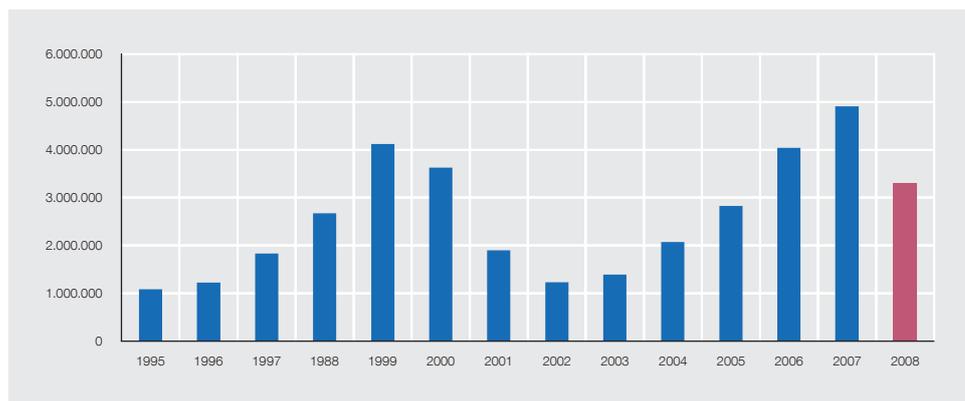
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, BBVA-Capital Flows y Datastream.

a. Ponderados por PIB PPA.

- Operaciones en mercados emergentes.
- Apertura de nuevos *home markets*.

Estas operaciones de M&A a menudo vinieron acompañadas de unas nuevas «reglas del juego», con un aumento en el nivel de hostilidad (las operaciones amistosas ya no suponían una ventaja sobre las hostiles), así como de la creación de nuevas estructuras, como consorcios, etc.

Según estas tesis, en un contexto de fuerte presión competitiva por incrementar el rendimiento y el valor de mercado, y de cortoplacismo en la generación de beneficios, combinado con un entorno regulatorio y de supervisión permisivo, se generó un arriesgado modelo de crecimiento, basado en la originación por comisiones y el crecimiento del balance con poco capi-



FUENTE: Bloomberg.

tal. Un modelo sustentado en el apalancamiento masivo, que permitió una expansión muy significativa del multiplicador del crédito en un entorno de subvaloración del riesgo.

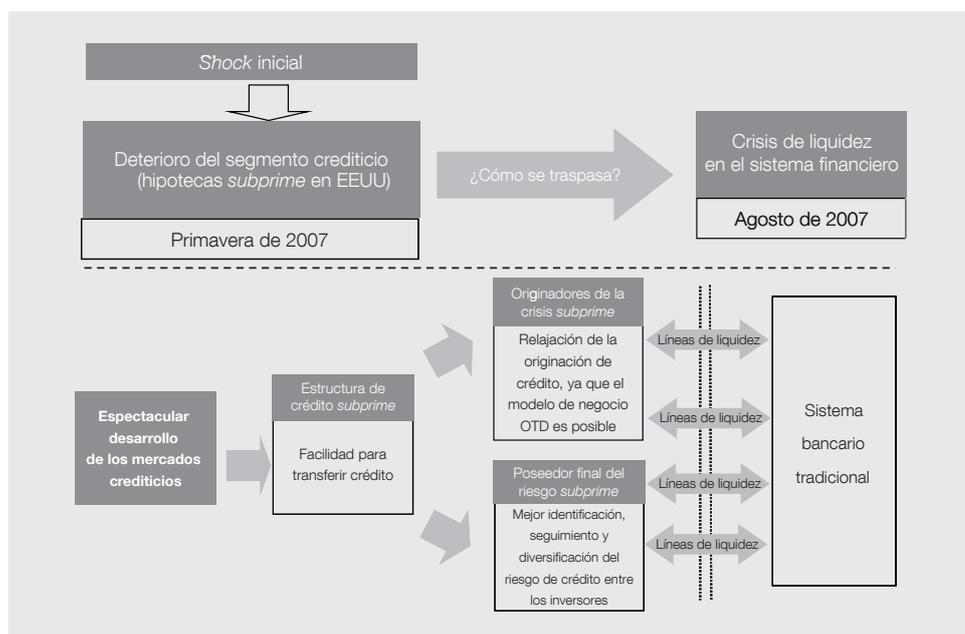
Los defensores de esta tesis sostienen, en definitiva, que, al margen del negocio tradicional bancario, se desarrolló un nuevo negocio no regulado ni supervisado, que ahora está siendo objeto de ajuste.

Sin perjuicio de que este enfoque pueda explicar algunos de los elementos de la crisis, no es suficiente para describirla en toda su magnitud, y además ignora los efectos beneficiosos que sobre la economía ha tenido el espectacular desarrollo de los mercados crediticios y las estructuras desarrolladas para facilitar la transferencia de crédito.

**3 Mecanismos de extensión de la crisis a los mercados**

¿Cómo es posible que un fenómeno que inicialmente se presentó como una crisis inmobiliaria, localizada geográficamente, fuera paulatinamente sufriendo mutaciones, para aparecer, en segundo lugar, como una crisis hipotecaria; después, como una crisis de confianza; pos-

ESQUEMA 1



teriormente, de liquidez; y, finalmente, se asentara como una crisis de crédito con impactos en la economía real?

A lo largo de las páginas anteriores hemos ido desarrollando los factores en los que se centra el origen de la crisis: el deterioro del mercado *subprime* americano y el mecanismo transmisor de los CDO de ABS. El principal problema se produjo en las estructuras con alto apalancamiento, con *spreads* estrechos y niveles altos de liquidez que provocaron la aparición de estructuras altamente apalancadas. Al incrementar la aversión al riesgo, desapareció la liquidez para todos los vehículos con crédito estructurado, mucha de ella en corto plazo a través de papel comercial.

Pero el verdadero factor diferencial de esta crisis reside en la utilización de líneas de crédito bancarias por parte de estos vehículos. Los bancos se vieron obligados a buscar dicha liquidez en el mercado interbancario, presionando inicialmente al alza los tipos de interés a corto plazo y obligando a los bancos centrales a inyectar liquidez.

El modo más evidente del que disponemos para cuantificar el menoscabo soportado por la industria financiera a consecuencia de la crisis son las depreciaciones que han acumulado sus activos hasta la fecha.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó en abril de 2008 que el impacto de la crisis *subprime* sobre el sistema financiero internacional podría suponer unas «pérdidas potenciales agregadas» por un volumen aproximado a 945 mm de dólares.

Las pérdidas efectivas reconocidas por el sector bancario en su conjunto rondaban los 500 mm de dólares durante la elaboración de este artículo. La depreciación soportada por las entidades bancarias de Estados Unidos ascendía a 240 mm de dólares aproximadamente —47% del total—, seguidas de las europeas, que acumulan pérdidas por un valor cercano a los 215 mm de dólares —43%—, mientras que las depreciaciones sufridas por el resto de entidades de otras áreas geográficas se aproximaban a los 55 mm de dólares —11% del total—.

Las pérdidas relacionadas con los productos estructurados podrían estar cercanas a su fin, pero es probable que se produzca una segunda fase de *write-downs*, de intensidad notablemente inferior, vinculada a la morosidad. Diferentes estimaciones cifran en 100 mm de dólares el posible quebranto del incremento de la mora, por lo que el volumen total de pérdidas en las que podría incurrir la industria bancaria en su conjunto alcanzaría los 600 mm de dólares, cifra que supone el 50% de las «pérdidas potenciales» estimadas por el Fondo Monetario Internacional. El resto de *write-downs*, hasta completar la estimación del FMI, habría que imputárselo a otros agentes económicos del sistema financiero: *hedge funds* (16%), fondos de inversión (13%), aseguradoras (12%) y agencias (9%).

La recapitalización ha sido la principal vía empleada por las entidades bancarias de cara a fortalecer sus ratios de capital. En la actualidad, aproximadamente el 70% de los *write-downs* declarados por los bancos ha sido cubierto con ampliaciones de capital. En concreto, las instituciones estadounidenses encabezan la lista, al recapitalizarse por un montante cercano a los 175 mm de dólares —49% del total—. Las entidades europeas también han adoptado esta medida, inyectando más de 150 mm de dólares en sus balances —43%—.

Los bancos que no obtuvieron el capital necesario para reforzar su solvencia tuvieron que optar forzosamente por iniciar un proceso de desapalancamiento de sus balances, medida que se está generalizando en el sistema financiero.

En este contexto, la irrupción sin precedentes de inversiones procedentes de Sovereign Wealth Funds en los mercados occidentales constituyó un elemento de considerable importancia. Tras años limitando su estrategia de inversión en los activos de renta fija, estos vehículos de inversión colectiva acudieron al rescate de algunas entidades, sofocando temporalmente sus urgencias de capital. De esta forma, por encima de partidarios y detractores, la aparición de estos fondos fue fundamental para estabilizar en un primer momento los mercados financieros mundiales.

#### **4 Las particularidades del sistema financiero español**

En España, el instrumento de las titulaciones no ha pasado desapercibido, sino que, por el contrario, las titulaciones españolas se han reproducido a un ritmo muy intenso. Tanto es así, que, desde el año 2000, se ha multiplicado por más de 15 el volumen anual de emisiones brutas, mientras que su saldo vivo lo ha hecho por más de 17. Estos datos han situado a España como el segundo país europeo más importante en estos términos, únicamente superado por el Reino Unido.

A pesar de este nivel de actividad, el sistema financiero español ha demostrado su consistencia al desechar las prácticas que en origen provocaron la crisis *subprime*. Es cierto que la economía española está atravesando un período de profundos ajustes coyunturales, sobre todo en el sector inmobiliario, que está perturbando al sistema financiero —el reflejo más tangible es el incremento de las ratios de morosidad en el sector—. Sin embargo, este deterioro no está vinculado con el modelo de originación y distribución de riesgos, ya que las entidades españolas han fundamentado su operativa desde una óptica basada en la banca tradicional.

##### 4.1 EL MODELO DE LA TITULIZACIÓN

El proceso de titulización en España se puede considerar atípico, ya que obedece a una serie de preceptos que lo diferencian del modo en que se ha desarrollado en otros países.

La diferencia principal es conceptual. El sistema financiero español considera este mecanismo una fórmula excelente para financiar el crecimiento orgánico de su actividad —obtención de fondos—, en vez de una fuente de ingresos —comprometiendo el equilibrio de los recursos propios—. De ahí que haya mantenido los esquemas tradicionales de titulización, desmarcándose de las complejas estructuras que se han desarrollado en otros países. En concreto, en el modelo de titulización español interviene un número reducido de agentes —concentrando de este modo las carteras titulizadas, bajo la supervisión de un único regulador—, ya que la normativa española dicta que las emisiones de bonos de titulización se instrumenten a través de los fondos de titulización hipotecaria (FTH) y de los fondos de titulización de activos (FTA). Sin embargo, en el proceso de emisión de pasivos, los reguladores obligan a que entidades independientes actúen de intermediarios entre las instituciones de crédito y los fondos de titulización.

##### 4.2 CALIDAD DE LAS TITULIZACIONES

El modelo de titulización español se caracteriza por la elevada calidad de sus activos subyacentes. Por tanto, en España prácticamente no se han emitido productos excesivamente complejos, sino que su actividad se ha limitado a seguir el modelo habitual, emitiendo activos de naturaleza homogénea a unos plazos muy largos —donde el plazo de emisión normalmente coincide con el período de vida del activo titulado, logrando limitar así los riesgos de refinanciación—. Como consecuencia, el nivel de morosidad de estos productos, a pesar del repunte observado en las últimas fechas, es más reducido.

##### 4.3 REGULACIÓN DEL MODELO

La rigurosidad de la regulación en España ha sido fundamental para conferir a nuestro sistema financiero las garantías necesarias de cara a afrontar las turbulencias que ha provocado la expansión de la crisis *subprime* por los mercados internacionales. Las disposiciones recogidas

das en la Circular Contable 4/2004 del Banco de España impiden explícitamente a las entidades de crédito dar de baja de sus balances cualquier activo financiero que no transfiera sustancialmente todos los riesgos y beneficios inherentes al mismo. De esta manera, las instituciones retienen la mayoría de sus riesgos en el balance, evitándose de esta forma la propagación de los mismos por los sistemas. Asimismo, la normativa sobre provisiones establecida por el Banco de España ha sido una de las más exigentes del panorama internacional, lo que ha empujado a que las entidades españolas mantengan provisiones anticíclicas para preservar sus ratios de solvencia ante un potencial cambio de tendencia.

En definitiva, las particularidades recién mencionadas, unidas a los elementos estructurales del sector, basado en el negocio tradicional minorista —más diversificado y eficiente—, hacen que el sistema financiero español afronte las turbulencias desde una posición de mayor solidez.

## **5 Un nuevo entorno para la industria financiera**

Como es lógico, la industria financiera internacional no ha permanecido imperturbable a las distintas variaciones que en los últimos años se han producido en el entorno macroeconómico —acelerado por el deterioro cíclico de muchas economías—, por lo que, en consecuencia, ha experimentado una serie de cambios estructurales y de calado diverso.

En el modelo de negocio bancario tradicional, el desarrollo de la actividad y el crecimiento orgánico giraban en torno a un principio básico: la acumulación de activos en los balances bancarios. En los primeros años —décadas de los setenta y ochenta—, el límite al crecimiento de las entidades financieras estaba determinado por el ritmo de contratación de sus depósitos por parte de los clientes, es decir, por la capacidad de estas instituciones de obtener financiación de sus clientes, en una etapa en la que no existía discriminación de precios en los mercados.

Sin embargo, a partir de los años noventa se produjo un cambio de tendencia en virtud del cual el límite del crecimiento estaba determinado por la actividad de financiación de los bancos en los mercados. En esta nueva etapa, los precios comenzaron a ser discriminados en función del riesgo de balance de las entidades.

Más recientemente, el límite al crecimiento de una entidad ha estado determinado por el éxito cosechado por la misma en la actividad de financiación de carteras de activos en el mercado —hipotecas, consumo, PYME...—. Como consecuencia, la discriminación de precios se realizaba en función del riesgo percibido en el mercado para cada una de estas carteras.

En este sentido, el impacto de la crisis *subprime* en los mercados internacionales se podría interpretar como un punto de inflexión a partir del cual el modelo de negocio vigente requerirá de una revisión integral, lo que derivará a medio plazo en una nueva configuración de la industria financiera.

A continuación, trataremos de ofrecer unas pinceladas sobre cómo evolucionará, previsiblemente, el sector financiero en términos de liquidez, capital, gestión del riesgo y competencia.

*Liquidez:* Antes de iniciarse las turbulencias, aquellas entidades financieras que desearan obtener liquidez acudían directamente al mercado, que la proporcionaba casi sin límites y a un bajo coste. Sin embargo, en la actualidad, la disponibilidad de liquidez en los mercados se ha restringido considerablemente, convirtiéndose en un recurso escaso. Por lo tanto, las instituciones que precisen obtener fondos deberán volver a desarrollar una estrategia de captación de depósitos. No obstante, el incremento de la competitividad estrechará las condiciones, delimitando el acceso a la liquidez a los mejores créditos y obligando a soportar importantes costes.

*Capital:* En los últimos años, la gestión del capital ha estado muy marcada por las enormes posibilidades que ofrecía el mercado para captar capital, así como para externalizar el balance. En este contexto, la evolución del dividendo ha estado caracterizada por un crecimiento vigoroso. El nuevo escenario, marcado por el inesperado consumo de capital generado por las pérdidas bancarias, plantea un entorno regulatorio más ajustado y un replanteamiento de la política de dividendos de determinadas entidades.

*Gestión del riesgo:* Hasta la fecha, el riesgo de crédito se transmitía con naturalidad al mercado, ya que la gestión del mismo se centraba en la originación. No obstante, se comienza a apreciar en la industria financiera mayores requerimientos de crédito, acompañados de un seguimiento y control exhaustivo del riesgo en la originación. La gestión del riesgo de balance se ha convertido en una herramienta tan relevante que permitirá obtener ventajas competitivas claves a determinadas entidades.

*Competencia:* De un panorama financiero compuesto por un número elevado de competidores —instituciones mayoristas, *monoliners*, minoristas, etc.— se evolucionará hacia un nuevo entorno, en el que la menor disponibilidad del balance dará lugar a un menor número de competidores, y en el que las instituciones de menor tamaño estarán sujetas a restricciones de liquidez y de capital. En este contexto, las instituciones de países emergentes adoptarán un mayor protagonismo en los mercados financieros internacionales.

En definitiva, en la industria financiera se está produciendo un cambio significativo en el modelo de negocio, dado que *la originación para la distribución* comienza a mostrar síntomas de agotamiento. El proceso de consolidación en el sector financiero es ya una realidad, tras los últimos movimientos observados en el mercado, consecuencia directa de la ralentización generalizada del crecimiento que está impactando en los diferentes mercados internacionales.

## BIBLIOGRAFÍA

- AEB (2008). «La crisis financiera: ¿dónde estamos?», Encuentro Financiero 2008, *Nueva Economía*, mayo.
- (2008). «Sistema bancario español: sólida situación de partida en un entorno económico difícil», VIII Encuentro Financiero Internacional, julio.
- BANCO DE ESPAÑA (2007). *Boletín Económico*, varios números.
- (2007). *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 13, noviembre.
- (2008). *Informe de Estabilidad Financiera*, abril.
- (2008). *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 14, mayo.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2008). *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- BBVA (2008). *Tiempos de incertidumbre*, Servicio de Estudios Económicos, marzo.
- (2008). *Situación del consumo*, Servicio de Estudios Económicos, mayo.
- (2008). *EuropaWatch*, Servicio de Estudios Económicos, junio.
- CARLSON, M., T. KING y K. LEWIS (2008). *Distress in the Financial Sector and Economic Activity*, Federal Reserve Board, Working Paper, septiembre.
- FMI (2008). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, abril.
- (2008). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, julio.
- GARCÍA POSADA, M., y J. M.ª VILARRUBIA, (2008). *Mapa de exposición internacional de la economía española*, Banco de España, Documentos Ocasionales, n.º 0807.
- GONZÁLEZ CID, M. (2008). «The 2007 Liquidity Crisis», Madrid Finance Workshop: Credit Risk and Financial Stability, CEMFI, febrero.
- KIFF, J., y P. MILLS (2007). *Money for Nothing and Cheks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, IMF, Working Paper n.º 188, julio.



ALGUNAS IMPLICACIONES DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA BANCA MINORISTA  
ESPAÑOLA

Santiago Fernández de Lis y Alfonso García Mora (\*)

(\*) Santiago Fernández de Lis y Alfonso García Mora son socios de Analistas Financieros Internacionales (AFI). Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de Ángel Berges y el apoyo técnico de María Romero. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



### 1 Resumen y conclusiones

La crisis que dura ya más de un año ha alterado significativamente el panorama financiero internacional. Los grandes bancos de inversión internacionales han experimentado notables pérdidas, que han llevado a algunos de ellos a la quiebra o la absorción por otras entidades. El modelo de «originar para distribuir» en que se había basado la expansión del sistema bancario norteamericano está en entredicho; y la oleada de desconfianza que ha afectado a intermediarios y mercados financieros en los principales países ha obligado a intervenciones de las autoridades sin precedente desde la Gran Depresión.

Es pronto para decir qué modelo saldrá reforzado de esta crisis. En la medida en que parte de los problemas tiene su origen en una regulación diferente sobre distintos segmentos del sistema financiero —que incentiva el arbitraje—, es probable que el modelo de banca especializada tenga que reformularse, y que salga fortalecido el de banca universal. Los sistemas bancarios más dependientes, en los últimos años, del negocio hipotecario tenderán a reorientarse hacia la banca minorista y relacional.

España se ha visto afectada por estas turbulencias, especialmente en lo que atañe a la corrección del mercado de la vivienda y a la financiación en los mercados mayoristas. Frente a un modelo demasiado centrado en las economías de escala ligadas al mercado hipotecario (y el consiguiente crecimiento de sucursales y concentración en pocos productos), las tendencias de los próximos años apuntan a una mayor explotación de las economías de alcance, un mayor énfasis en las estrategias de venta cruzada y de consideración global del cliente y un mayor desarrollo de las facetas de la actividad bancaria menos desarrolladas en nuestro país, como la banca orientada a PYME y el crédito al consumo. Al mismo tiempo, estas transformaciones a medio plazo se acompañarán con tendencias a más largo plazo derivadas de fenómenos demográficos, como el envejecimiento de la población y el aumento de la proporción de inmigrantes, que exigirán un desarrollo de nuevos productos y mercados.

En el punto 2 se describen brevemente el origen de la crisis y su transmisión; en el punto 3 se aborda su impacto sobre la economía y el sistema financiero español; en el punto 4, sus efectos sobre el modelo bancario minorista español; finalmente, en el punto 5 se plantean algunas tendencias estratégicas.

### 2 El origen y la transmisión de la crisis financiera internacional

La crisis financiera desencadenada en el verano de 2007 en el segmento *subprime* del mercado hipotecario norteamericano se ha extendido rápidamente a otras partes del sistema financiero de ese país y a otras zonas geográficas, lo que refleja una vez más las estrechas relaciones existentes entre los diversos elementos del sistema financiero internacional. Se han puesto de manifiesto excesos en las prácticas de las entidades financieras y deficiencias en el marco regulatorio que será preciso corregir. Pero, más allá de aspectos regulatorios, la crisis actual tendrá repercusiones relevantes tanto en el modelo de negocio bancario como en la composición de su crecimiento, especialmente en aquellos sistemas financieros cuya prosperidad en los últimos años ha dependido excesivamente del sector inmobiliario, entre ellos el español.

La opacidad con la que se operaba en algunos de los mercados de productos estructurados —sobre todo, en lo que atañe a la distribución de los riesgos entre los diversos tipos de entidades participantes en el modelo de «originar para distribuir» en Estados Unidos— contribuyó a que, una vez que se desencadenaron los problemas en el segmento *subprime*, la percepción del riesgo de crédito se exacerbara, lo que rápidamente se transmitió a los mercados

mayoristas e interbancarios. En mercados financieros globales, en los que actúan entidades de dimensión e implantación cada vez más internacional, la transmisión de las tensiones al resto de los países desarrollados fue casi inmediata, y con ello a sus sistemas financieros y a sus economías.

Al igual que en casos anteriores, las raíces de la crisis hay que buscarlas en los excesos generados en la fase de auge. Años de abundante liquidez, tipos de interés muy reducidos, bajas primas de riesgo y volatilidad anormalmente moderada habían distorsionado los parámetros de riesgo de un conjunto amplio de instrumentos financieros utilizados por las entidades para financiarse. Este clima de escasa percepción del riesgo se transmitió de forma amplificada al resto de la economía mediante el habitual proceso de acelerador financiero.

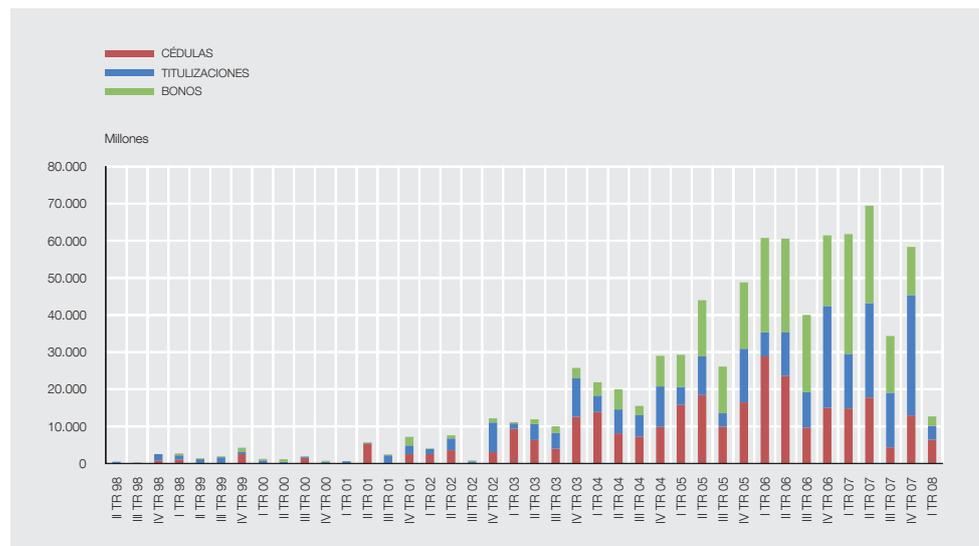
La transmisión internacional de la crisis fue muy rápida, a través de tres canales:

- La exposición directa a pérdidas en el mercado *subprime* norteamericano, que afectó básicamente a algunos grandes bancos europeos, aunque de manera desigual. Las entidades más expuestas a este canal de contagio han sido, en general, las de los países menos dinámicos en los últimos años, donde la búsqueda de alternativas de inversión para rentabilizar los excedentes de liquidez les llevó a buscar colocaciones aparentemente rentables en mercados complejos, en los que carecían de la experiencia y del conocimiento necesarios.
- El aumento de la prima de riesgo de crédito y las dificultades de financiación en los mercados mayoristas, especialmente en los de productos estructurados vinculados con el mercado hipotecario. Las entidades más dependientes de la financiación en los mercados interbancarios y a través de instrumentos financieros garantizados por hipotecas (ya sea mediante titulizaciones o mediante bonos) fueron las más afectadas por este canal de contagio.
- La propia corrección de los precios de la vivienda, que ya era incipiente en algunos países como España, Irlanda o el Reino Unido, se vio acelerada por el efecto demostración de la crisis inmobiliaria de Estados Unidos y su impacto amplificado sobre la economía mundial. Esta fuente de contagio ha sido crucial en la extensión de la crisis a los países donde el auge inmobiliario había sido mayor.

### **3 El impacto sobre la economía y el sistema financiero español**

En el caso español, los canales de transmisión señalados en el punto anterior han actuado de forma desigual: el primer canal ha sido prácticamente inexistente, en tanto que los otros dos han provocado una intensa desaceleración de la economía y han tenido un profundo efecto sobre el sector financiero.

Por lo que se refiere al primer canal, la exposición directa de las entidades españolas al mercado *subprime* norteamericano ha sido muy reducida, lo que se explica, en parte, por la boyante situación de la demanda de crédito interna, que hizo que las entidades españolas —a diferencia de las de algunos países europeos— apenas tuvieran capacidad de colocar excedentes de liquidez en mercados exteriores. Su problema en los últimos años fue más bien el contrario: cómo financiar el crecimiento del activo con una base de depósitos que crecía sistemáticamente entre 5 y 15 puntos por debajo del crédito. Esto explica el recurso a la emisión de cédulas y a la titulización como vías de captación de recursos (y no para la diseminación del riesgo).



Respecto al segundo canal de transmisión, su impacto ha sido muy importante. Las entidades españolas venían recurriendo de manera creciente a la financiación en los mercados mayoristas mediante colocaciones de activos titulizados y bonos garantizados, la mayoría de ellos con respaldo de títulos hipotecarios. Cuando estos mercados se secaron súbitamente en el verano de 2007 (gráfico 1), las entidades españolas se vieron privadas de una de sus principales fuentes de recursos, a lo que reaccionaron apelando a fuentes alternativas (como el préstamo del Eurosistema o los depósitos tradicionales), y recortando el crédito, lo que, a su vez, puso en marcha el conocido proceso de «desaceleración financiera», que realimentó la crisis del sector inmobiliario y de la economía en general.

Este «estigma» que ha afectado a las titulizaciones hipotecarias tiene una racionalidad dudosa, ya que ignora la naturaleza muy diferente de estos títulos en distintos sistemas. En concreto, en el caso español no ha habido segmento *subprime*, ni apenas titulizaciones fuera de balance, ya que han predominado las cédulas y titulizaciones en las que la entidad originadora ha mantenido un «riesgo significativo» sobre los títulos, y la supervisión se ha centrado en las cuentas consolidadas [véase Fernández de Lis y García Herrero (2008)].

El tercer canal de transmisión de la crisis *subprime* (el contagio a través de la corrección del precio de la vivienda) también ha sido muy relevante en España. Según las estadísticas oficiales, la tasa de variación del precio de la vivienda, que venía desacelerándose desde el año 2004, hasta situarse en torno al 5% a principios de 2007, se hizo negativa en términos reales antes del verano de 2008. Aunque persiste una notable incertidumbre sobre el alcance y la extensión de esta corrección, la mayoría de las previsiones apuntan a una profundización del ajuste en los próximos trimestres.

Dada la elevada dependencia de la economía española respecto del sector de la construcción (que tiene un peso en el PIB del 12%, frente al 5% en Estados Unidos, y explica el 23% del crecimiento y el 35% de la creación de empleo en el período 1998-2006), esta corrección ha inducido una desaceleración del crecimiento económico extraordinariamente rápida. A pesar de que se ha moderado la contribución negativa del sector exterior, la rápida caída del consumo privado y de la inversión en construcción y en bienes de equipo ha conducido a un estancamiento del PIB en los meses centrales de 2008.

El empleo se ha deteriorado a una velocidad incluso superior a la del producto. Frente a un crecimiento medio del 4% entre 1995 y 2007, el empleo solo aumentó un 0,3% en tasa interanual en el segundo trimestre de 2008. La economía ya no solo es incapaz de absorber el incremento de la población activa, sino que se sitúa en crecimientos negativos del empleo.

Un aspecto muy importante del ajuste cíclico de la economía española es el déficit exterior, que ha venido creciendo en los últimos años hasta situarse en torno al 10% del PIB, de manera congruente con un crecimiento económico sistemáticamente superior al de nuestros socios comerciales, e impulsado adicionalmente por el efecto depresivo sobre el ahorro de la revalorización de la riqueza neta de las familias. A diferencia de ciclos anteriores, sin embargo, el ajuste del déficit exterior plantea en esta ocasión numerosas incógnitas derivadas de la pertenencia a la zona del euro y la imposibilidad, por tanto, de contar con el tipo de cambio como un elemento central del ajuste. La experiencia de otros países de la zona del euro que han experimentado problemas similares en los últimos años sugiere que la corrección de los desequilibrios será más complicada y más lenta en esta ocasión, ya que las ganancias de competitividad deben proceder de los ajustes en precios, salarios y productividad.

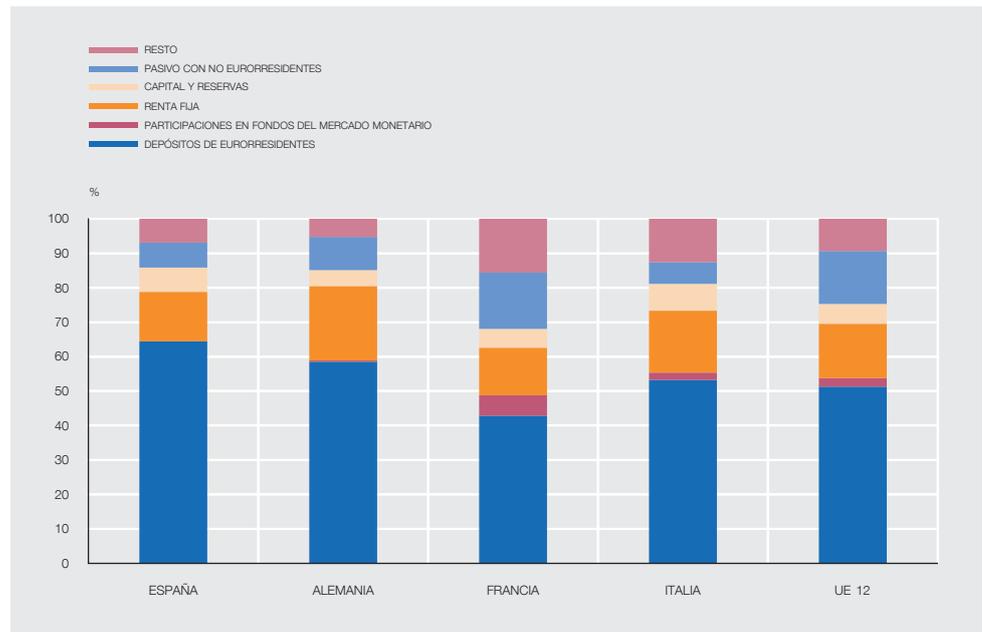
La situación fiscal es también uno de los factores que presenta diferencias significativas con anteriores episodios de desaceleración. La extraordinaria duración de la fase expansiva y la prudencia de la política fiscal otorgan un margen de maniobra para contrarrestar la fase baja del ciclo del que no se ha dispuesto en otras ocasiones, como pone de manifiesto la ratio deuda/PIB de tan solo el 35%. Pero el rápido deterioro de las cuentas públicas en los meses transcurridos de 2008 indica que este margen tiende a agotarse con mayor rapidez de lo previsto, debido, sobre todo, al impacto de los estabilizadores automáticos y, en menor escala, a algunas medidas discrecionales.

Las implicaciones de todo lo anterior para el sector financiero no hacen sino constatar el complejo entorno al que se enfrentan las entidades españolas, aunque hay diversos elementos que hacen que su posición de partida sea más favorable que la existente en gran parte del área del euro:

- En primer lugar, porque, a pesar del impacto que puedan generar el cierre de la financiación mayorista y el encarecimiento de la financiación interbancaria (debido al aumento de las primas de riesgo de crédito y de liquidez), el sistema financiero español mantiene una posición estructural (en términos de balance) que no difiere de la media europea. No obstante, es cierto que el incremento de la apelación (flujos) durante los últimos años ha sido claramente superior al resto de países de nuestro entorno y que los flujos de financiación proceden fundamentalmente de inversores internacionales —a diferencia de otros países de nuestro entorno—, por lo que la dependencia de la normalización de los mercados internacionales es mayor.
- En los mercados internacionales persisten, más de un año después de la crisis, las dificultades para la valoración de un espectro amplio de títulos, lo que seguirá generando tensiones en los balances bancarios, al tener que reconocer el valor de los mismos a precios de mercado. La menor inversión por parte de las entidades españolas en estos instrumentos reduce el potencial impacto que ello pudiera ocasionar en los balances.
- La evolución del negocio bancario durante los últimos años ha permitido generar importantes ganancias de eficiencia y productividad, que dotan a las cuentas de

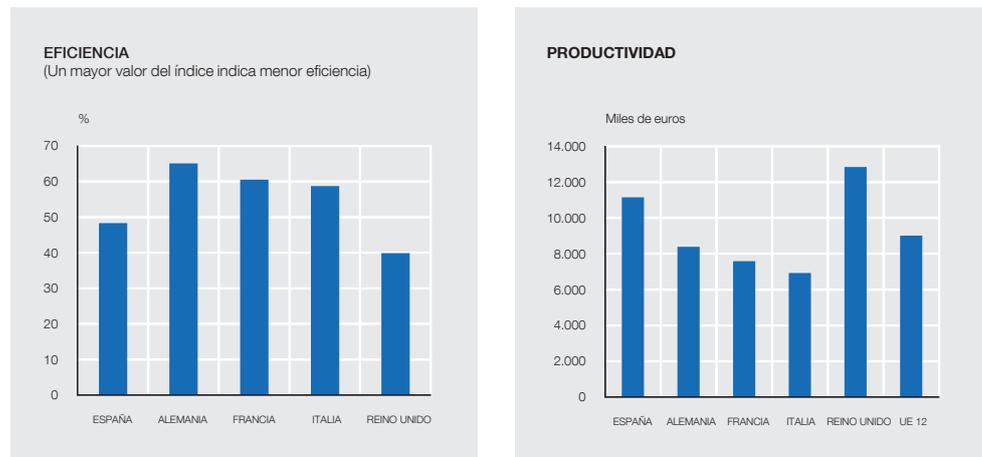
**ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**

GRÁFICO 2



**EFICIENCIA Y PRODUCTIVIDAD DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**

GRÁFICO 3



resultados de una mayor capacidad para amortiguar un entorno económico menos favorable.

- Las cifras de morosidad han aumentado de forma considerable, situándose en niveles más próximos a la media europea, y lejos de las tasas extraordinariamente reducidas con las que convivió el sistema financiero español durante los últimos años. A pesar de este aumento, las provisiones acumuladas en la fase alcista del ciclo, gracias al mecanismo anticíclico característico del sistema español, otorgan cierto margen de protección a los resultados y ratios de capital.
- Un segundo colchón utilizado por gran parte del sector financiero durante los últimos años, a diferencia de la mayor parte de países europeos, ha sido la generación de plusvalías mediante inversiones en capital de empresas no financieras. Pero el peor comportamiento de los mercados de valores durante los últimos tri-

mestres ha agotado, en buena medida, este colchón, de manera que será más difícil atenuar el impacto sobre las ratios de capital de un deterioro adicional de la morosidad.

- Por último, las principales entidades mantienen una elevada diversificación de sus ingresos y resultados en mercados exteriores, procedentes de la oleada de adquisiciones de los últimos años (sobre todo, en América Latina y Reino Unido), lo que constituye un factor de fortaleza a largo plazo y ha permitido, en los últimos trimestres, atenuar el impacto de la menor actividad económica en España. Existen dudas, no obstante, de que las economías emergentes puedan mantener su pujanza en el horizonte más inmediato.

A pesar de que estos factores respaldan la mejor situación comparada con la que el sector financiero español se enfrenta al nuevo entorno, el principal elemento de preocupación procede de su elevada dependencia del sector inmobiliario y del impacto que ello pueda tener tanto en el sistema financiero como en la estrategia de las entidades. Junto a ello, la velocidad con la que se están diluyendo los «colchones» para la absorción de pérdidas potenciales que mantiene el sector bancario español es relevante.

#### **4 Consecuencias sobre el modelo bancario minorista español**

##### **4.1 EL PUNTO DE PARTIDA: ELEVADA DEPENDENCIA DEL CRÉDITO VINCULADO AL SECTOR INMOBILIARIO**

La dependencia del sector de construcción e inmobiliario que la economía española ha tenido durante la última década se ve intensamente reflejada en la caracterización del sector financiero y, especialmente, de su segmento de banca minorista, lo que supone un punto clave para analizar el posible impacto del cambio de ciclo sobre el sector financiero español [véase Analistas Financieros Internacionales (2006)].

A finales de 2007, el saldo de inversión crediticia viva concedida por el sistema bancario español superaba los 1,7 billones de euros, es decir, el 170% del PIB, tras haber crecido una media anual cercana al 20% desde el inicio de la década. De esos 1,7 billones, es posible identificar, al menos, tres componentes relacionados directamente con el sector inmobiliario:

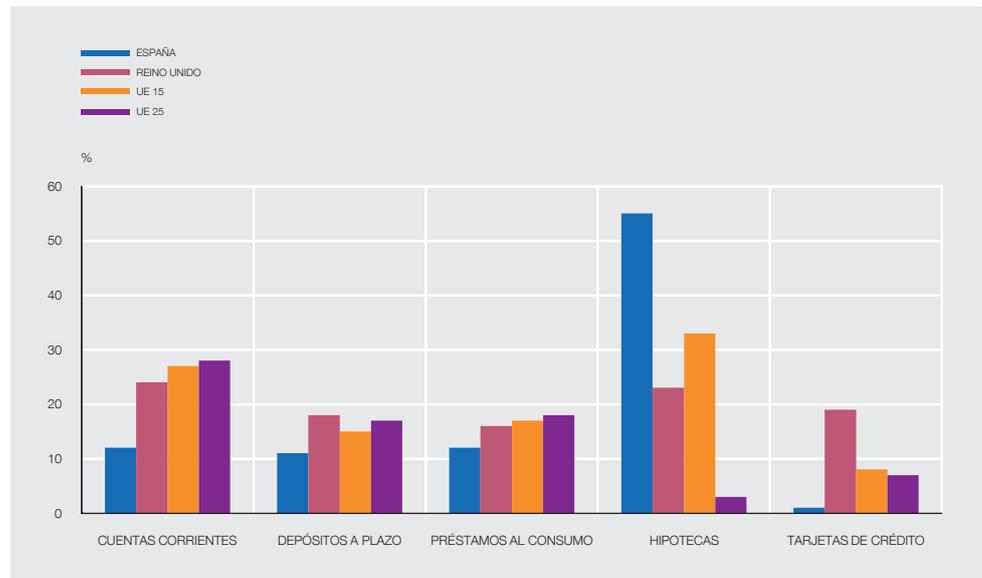
- a) El crédito a familias para la adquisición de viviendas, cuyo saldo supera los 600.000 millones de euros, tras crecer más de un 20% anual durante los últimos años.
- b) El crédito concedido a promotores inmobiliarios, con un saldo superior a 280.000 millones y un crecimiento de más del 30% en media anual desde el inicio de la década.
- c) El crédito al sector de la construcción, con un saldo de 170.000 millones y crecimientos cercanos al 20% anual en la década.

Los tres componentes suman, por tanto, en torno al 60% del saldo vivo de la inversión crediticia y casi un 75% de su crecimiento en los últimos años, sin tener en cuenta la demanda de crédito indirecta generada por sectores con elevada vinculación con la construcción y el sector inmobiliario.

Pero esta elevada dependencia no queda reflejada únicamente en el volumen de negocio, sino también en la evolución de los resultados de las entidades financieras y las estrategias utilizadas para lograr una mayor vinculación de los clientes. En efecto, analizando la situación española con respecto al conjunto de la UE, destaca cómo, en nuestro país, el crédito hipotecario es la principal fuente de ingresos de la banca minorista de particulares —estimados a

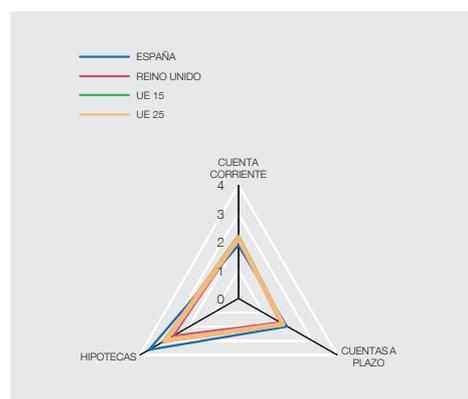
**ORIGEN DEL MARGEN BRUTO POR LÍNEA DE NEGOCIO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**

GRÁFICO 4



**PRODUCTO ORIGEN DE LA VENTA CRUZADA EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**

GRÁFICO 5



partir del margen bruto—, generando un 55% del margen total, frente al 33% en la media de la UE 15. A pesar de que la hipoteca es el principal producto generador de rentabilidad en la práctica totalidad de los países europeos, en España la diversificación entre los productos generadores de ingresos es claramente inferior [véase European Commission (2006)].

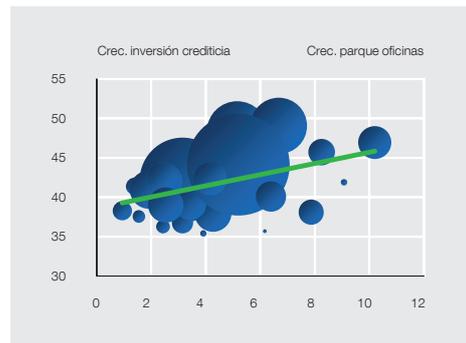
En segundo lugar, y muy vinculado al origen de los ingresos, no es de extrañar que tanto en España como, en menor medida, en el conjunto de la UE 15 el «producto gancho» a partir del cual se produce la mayor parte de la venta cruzada sea el crédito hipotecario, que sirve de entrada para la venta, en media, de tres o cuatro productos bancarios adicionales.

**4.2 EL SESGO INMOBILIARIO Y LA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS**

El marcado sesgo del negocio minorista español hacia el sector de la construcción e inmobiliario, tanto en el volumen de negocio generado como en la composición de los resultados y en la relación comercial con los clientes, ha tenido una serie de implicaciones, tanto en la orientación estratégica de las entidades como en algunos desequilibrios generados en el modelo de negocio.

EN ESPAÑA (%) (a)

Crecimiento medio anual 1997-2007



a. El grosor de los puntos corresponde al tamaño de balance de las 46 cajas de ahorros.

La primera y más obvia implicación ha sido la adopción generalizada, por la práctica totalidad de entidades, de estrategias orientadas fundamentalmente a la generación de volumen de negocio, en muchos casos a expensas de su rentabilidad. El crecimiento demográfico, el aumento de la inversión extranjera residencial, el crecimiento de la renta disponible y la sustancial mejora de las condiciones financieras incrementaron de forma significativa la demanda de vivienda, y con ello la actividad del mercado inmobiliario. Ante ello, las entidades financieras optaron por financiar en porcentajes elevados el desarrollo de la promoción inmobiliaria, con el objetivo de conseguir la captación del cliente finalista una vez que se produjera la subrogación del préstamo promotor original. Como consecuencia de ello, la actividad bancaria generó un elevado volumen de negocio [véase Berges y García Mora (2007)].

El fuerte crecimiento del volumen de crédito concedido —hasta dos y tres veces superior al crecimiento del PIB nominal— ha provocado un incremento significativo de la ratio de bancarización (crédito/PIB) en España, situándose en el 164%, frente al 129% de media en los países de la zona del euro.

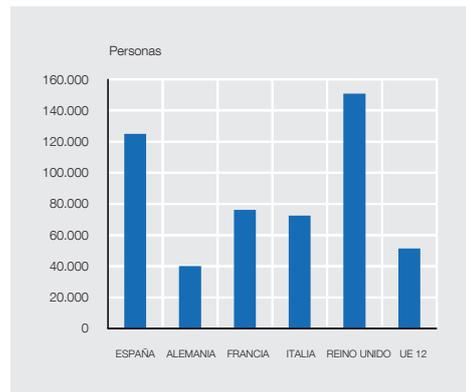
De esta forma, durante la última década el volumen de negocio del sector se triplicó, mientras que el margen por unidad de negocio se redujo en un 35%, de tal manera que el margen del negocio en conjunto —suma del positivo «efecto volumen» y del negativo «efecto margen»— se duplicó en una década.

Una segunda implicación estratégica, íntimamente ligada a la anterior, se refiere al modelo de distribución, que también presenta diferencias significativas con respecto al resto de países del área del euro [véase García Mora (2005)]. El modelo bancario caracterizado por un fuerte dinamismo del negocio, muy vinculado a la promoción y financiación de nuevas viviendas, provocó que las entidades hicieran descansar sus estrategias de crecimiento en intensos procesos de apertura de oficinas, en el caso de las cajas con frecuencia fuera de sus mercados locales. Esta estrategia, en muchos casos vinculada a promociones previamente financiadas por las entidades, buscaba la cercanía a los clientes de los nuevos núcleos de población y alimentó una creciente competencia en los mercados locales, con el consiguiente impacto en la reducción del margen financiero unitario. De esta forma, se ha producido una utilización generalizada de la expansión de oficinas como estrategia para ganar o, como mínimo, mantener cuota de mercado en un entorno de negocio expansivo, especialmente en el caso de las cajas de ahorros. De hecho, mientras que los bancos comerciales, especialmente los de mayor tamaño, con una estrategia más focalizada en su internacionalización, disminuían su par-

## DENSIDAD DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN EUROPA

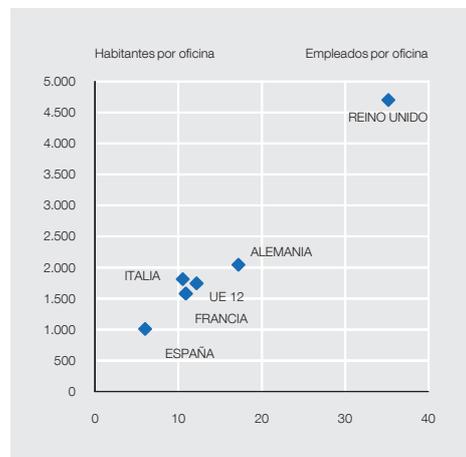
GRÁFICO 7

(N.º de habitantes / n.º de entidades financieras)



## CARACTERIZACIÓN DE LAS OFICINAS BANCARIAS EN EUROPA

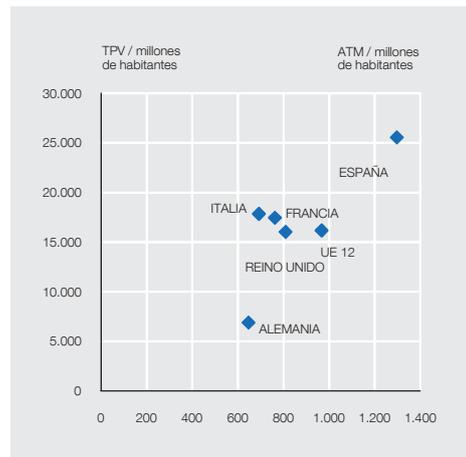
GRÁFICO 8



que de oficinas, las cajas de ahorros incrementaban de forma significativa su capacidad instalada. No fue hasta 2003 cuando los bancos volvieron a apostar por estrategias de crecimiento mediante el incremento de su parque de oficinas.

Como consecuencia de ello, España, aun manteniendo ratios de concentración similares a las de países como Reino Unido, tiene una capacidad instalada, para la obtención de un resultado que pudiera considerarse similar, muy distinta. A pesar de haber 125.000 personas por cada entidad financiera (frente a las 51.400 de media en la UE 12), la población total es atendida por 43.700 oficinas en España. Por lo tanto, mientras que en España cada oficina bancaria da servicio a aproximadamente 1.000 habitantes, la media de la UE 12 es de 1.700 y en el Reino Unido llega a 4.700 habitantes. Además, en España se ha mantenido esta ratio en niveles similares durante toda la década, ya que el fuerte incremento de la capacidad instalada ha coincidido con un intenso crecimiento demográfico.

Unido a ello, y en gran medida como consecuencia del modelo de distribución expansivo, la caracterización de las oficinas bancarias también muestra diferencias relevantes. La utilización de las oficinas bancarias en España como estrategia de entrada en nuevos mercados, vinculada a una actividad bancaria poco intensiva en prestación de servicios, como es la concesión de hipotecas, ha dado lugar a oficinas pequeñas, con pocos empleados, frente a las tendencias del resto de países europeos, especialmente el Reino Unido.



En definitiva, el modelo de distribución basado en la cercanía al cliente y apoyado en el dinamismo del mercado inmobiliario ha generado un incremento muy significativo de la estructura, no ya solo de oficinas bancarias, sino también de la relacionada con los medios de pago, como pone de manifiesto el elevado número de cajeros automáticos (ATM) y terminales de punto de venta (TPV) existentes.

## 5 Tendencias estratégicas en la gestión bancaria

### 5.1 EL MODELO BANCARIO

La actual crisis financiera puede alterar la definición del modelo bancario óptimo, tanto a medio plazo (por el propio efecto de la crisis) como a largo plazo (como resultado de transformaciones más profundas del modelo de negocio). En un horizonte difícil de precisar, los cambios en la regulación financiera como consecuencia de la crisis incidirán también, sin duda, sobre la actividad bancaria. En esta sección se abordan las líneas de transformación en un horizonte temporal más corto, y en la sección siguiente se discutirán las tendencias a más largo plazo.

No cabe duda de que la crisis tendrá importantes repercusiones en la financiación de la actividad bancaria. Aunque, a medio plazo, el incremento de la transparencia y la depuración de los excesos cometidos en la última década permitirán que los instrumentos de titulización recuperen su relevancia en el sistema, la prima de riesgo asignada a los mismos variará de forma considerable, así como la estructura óptima de financiación de las entidades. En este contexto, y desde luego a corto y a medio plazo, es de esperar que se produzca un mayor equilibrio en las ratios de activo y pasivo minorista de las entidades.

En el plano internacional, las masivas ayudas públicas al sector bancario han alterado sustancialmente el marco de competencia entre entidades, lo que tiene una incidencia especialmente acusada en el mercado único europeo. A la hora de cerrar este artículo, apenas se conocen los detalles de estas ayudas, pero no cabe duda de que su concreción y el propio hecho de que parcelas significativas del sistema bancario de algunos países vayan a estar bajo tutela pública en los próximos años suponen un condicionante de primer orden para las estrategias bancarias.

Por otro lado, el menor crecimiento económico, asociado al inevitable proceso de desapalancamiento de las economías, impedirá llevar a cabo estrategias de crecimiento basadas casi exclusivamente en la generación de volumen y la obtención de economías de escala, tal y como ha sucedido en la última década. Estos dos factores, junto con el incremento de recur-

sos propios exigido —si no por el regulador, sí por el mercado— para desarrollar la actividad bancaria, y las consecuencias que la implantación de Basilea II tendrá en la asignación de capital a las diferentes líneas de negocio y en su optimización, provocarán que, aunque perdure el modelo de banca universal actual frente a los modelos de banca especializada anglosajona, las estrategias de las entidades se focalicen en la actividad minorista —orientada a particulares y a pequeñas empresas—, en lo que sería un nuevo paso en la evolución del modelo bancario óptimo, que ha venido experimentando importantes transformaciones durante las últimas tres décadas.

En efecto, en la década de los ochenta el modelo imperante en el sector bancario internacional se centró en la búsqueda de nuevas líneas de ingresos y diversificación del negocio financiero, como forma de contrarrestar la creciente competencia y desintermediación del negocio minorista tradicional. Pero la innovación financiera y el desarrollo de los mercados mayoristas provocaron importantes transformaciones a principios de los años noventa, focalizándose la actividad en el auge del negocio mayorista y la banca de inversión. No sería hasta finales de los noventa cuando comenzara a emerger un nuevo modelo de banca minorista, que enfatizaba la utilización de canales alternativos (cajeros, Internet, banca telefónica...), previendo que las redes de oficinas tradicionales iban a perder importancia de forma significativa en el modelo de distribución. Pero la operativa bancaria tradicional y la búsqueda de una mayor proximidad al cliente provocaron que finalmente se optara por un modelo mixto, en el que los diferentes canales actuaran de forma complementaria y no sustitutiva. En un horizonte de medio plazo, una vez depurada y digerida la relevancia de los nuevos canales, será previsiblemente el impacto de la crisis financiera sobre las condiciones de financiación y el dinamismo de la actividad una de las variables más relevantes en la definición de las tendencias del sector.

De hecho, a pesar del fuerte estrechamiento de márgenes unitarios que se ha producido durante la última década —con una caída del margen financiero sobre ATM superior al 25% en los principales sistemas bancarios—, este ha tenido lugar en un entorno caracterizado por dos factores que se verán directamente afectados por la crisis actual: un coste de financiación históricamente reducido y un volumen de negocio muy elevado. En el primer caso, el incremento de la prima de riesgo de crédito —aunque sea en niveles inferiores a los actuales—, en un sistema como el español, en el que el 40% del activo se viene financiando en mercados mayoristas, supondrá un crecimiento significativo de los costes financieros, que además se verán incrementados por el aumento del coste de financiación minorista, y que será difícilmente repercutible en su totalidad en los precios del activo. A su vez, el menor dinamismo económico generará un menor volumen de negocio, cuyo elevado dinamismo durante la década pasada permitió compensar parcialmente la menor rentabilidad unitaria.

Por lo tanto, la disminución de los márgenes unitarios, lejos de ser un hecho coyuntural, supone la constatación de la tendencia hacia un nuevo equilibrio en el modelo bancario minorista, caracterizado por la coexistencia de márgenes más reducidos y menores costes fijos unitarios. Este modelo requerirá necesariamente la generación de economías de escala —vinculadas a procesos de internacionalización, así como al crecimiento inorgánico que permita adquirir dimensión— y de economías de alcance —profundizando la relación con clientes, especialmente en segmentos con reducida penetración—.

En el primero de los casos, la dificultad de generar economías de escala mediante estrategias de crecimiento orgánico en un mercado nacional con una elevada capacidad instalada incentivará la búsqueda de nuevos mercados en los que desarrollar la actividad bancaria y apalancar las estrategias de crecimiento. La combinación del estrechamiento de márgenes unitarios

en los mercados maduros —y, por ende, la imperiosa necesidad de generar economías de escala— y el elevado crecimiento en mercados emergentes todavía poco bancarizados —con costes de transacción elevados, pero con alto potencial de crecimiento— conferirá a la internacionalización del negocio una relevancia cada vez mayor en el desarrollo de la actividad bancaria. Es posible que asistamos a nuevos procesos de consolidación en algunos segmentos del sistema bancario.

Junto a ello, las economías de alcance tendrán una importancia creciente en los planteamientos estratégicos. La combinación de un entorno más complejo para poder desarrollar estrategias de escala mediante crecimiento orgánico, con una información cada vez más transparente y global, que convierte productos bancarios tradicionales en puras *commodities*, y la mayor sofisticación financiera de los clientes hace necesario un enfoque más integral, que permita generar estas economías de alcance a partir de una creciente vinculación de los clientes.

Así pues, el contexto actual provocará una focalización estratégica hacia la banca minorista y la separación de las diferentes actividades de originación y gestión de servicios financieros, con acuerdos de comercialización que utilicen las plataformas de distribución comercial minoristas como mecanismo más eficiente para la gestión de los clientes finalistas. Basado en un enfoque multicanal, la «banca relacional» se convertirá en el factor estratégico clave en un entorno de creciente competencia. La mayor estabilidad de los ingresos, la existencia de una cartera con mayor granularidad (operaciones más pequeñas, con menor concentración por cliente), la mayor rentabilidad ajustada al riesgo y las mayores sinergias para la generación de economías de alcance son claros exponentes de la creciente relevancia que seguirá teniendo la banca minorista en la evolución del sistema financiero en este nuevo entorno.

Como se ha señalado antes, la crisis ha abierto una profunda reflexión sobre los fallos en la regulación financiera que la han hecho posible. Hacia dónde se orientarán las tendencias en la regulación financiera es un tema de mucho calado y que no es el objeto de este artículo [véase, por ejemplo, Restoy (2008)]. Pero en cualquier reflexión sobre adónde va la actividad bancaria conviene tener muy presente que el marco regulatorio y supervisor experimentará seguramente cambios profundos. Una gestión de los riesgos más atinada, que atenúe la miopía característica de las fases de auge; una mayor atención a la liquidez, sus determinantes y su impacto sobre la valoración de la cartera de las entidades; un marco regulador homogéneo y coherente; un tratamiento de los intermediarios financieros no bancarios (en aspectos como las ratios de capital), que no incentive fenómenos de desintermediación espuria; y un diseño de las redes de seguridad del sistema financiero que reduzca el riesgo sistémico sin exacerbar el riesgo moral, son algunas de las tendencias que cabe entrever para los próximos años.

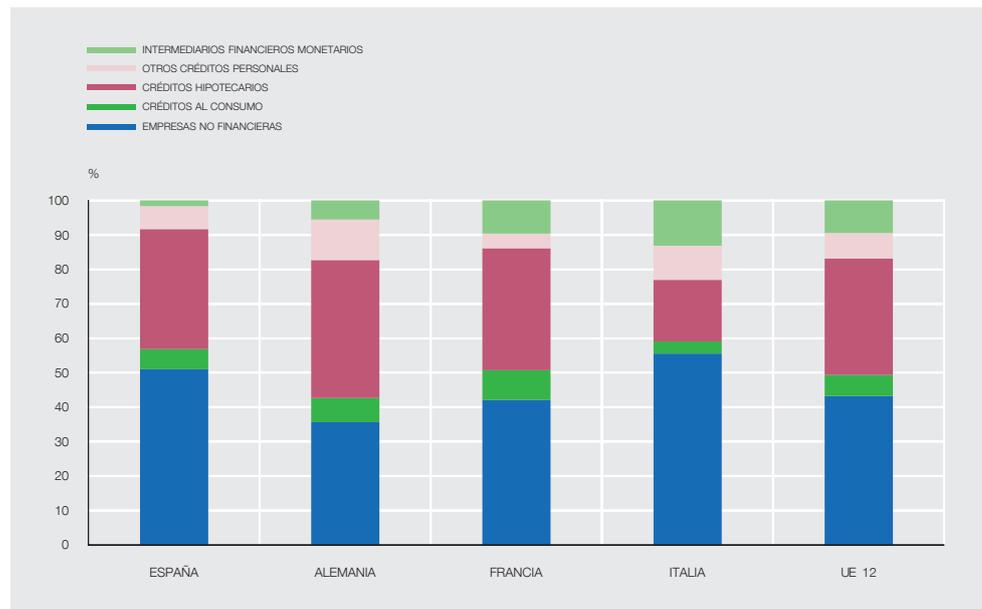
## 5.2 ÉNFASIS EN NUEVOS SEGMENTOS, PRODUCTOS Y SECTORES

La transformación que previsiblemente se produzca en el sector bancario durante los próximos años no estará referida solo a la densidad de entidades de crédito o de oficinas bancarias, o a sus estrategias de expansión en un marco regulatorio cambiante. Las tendencias de fondo asociadas a cambios demográficos, la información de los agentes económicos, la demanda de productos bancarios, la transformación en la gestión de activos y la internacionalización de la actividad bancaria provocarán importantes modificaciones en la actividad desarrollada por el sistema financiero.

Estructuralmente, en la economía española la penetración de crédito a PYME y al consumo es significativamente inferior a la del resto de países europeos, lo que, unido a la evolución

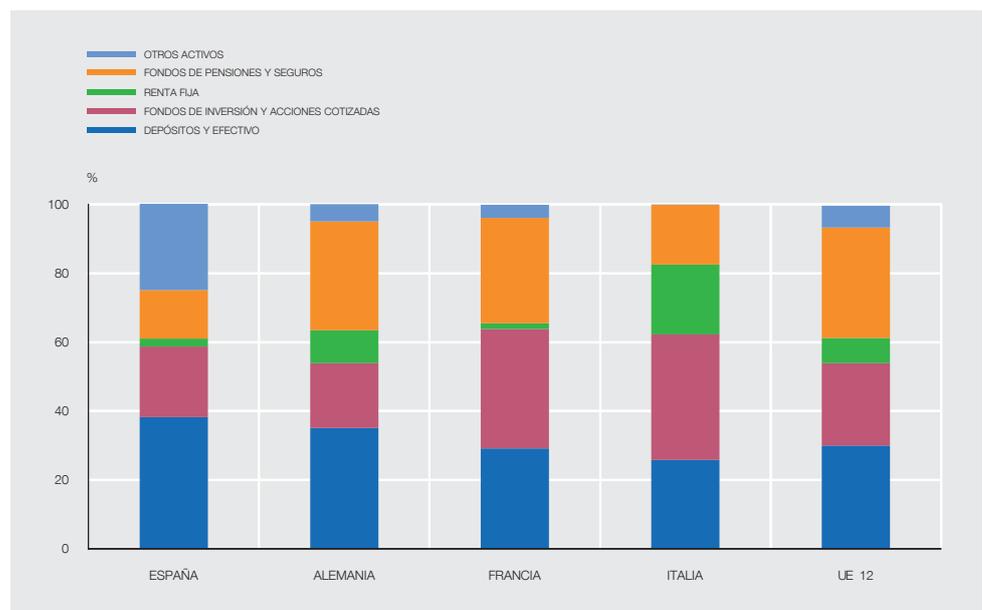
**ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN CREDITICIA EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS EUROPEOS**

GRÁFICO 10



**ESTRUCTURA COMPARADA DEL AHORRO DE LAS FAMILIAS EN EUROPA (%)**

GRÁFICO 11



cíclica esperada, permite anticipar una senda de mayor convergencia. Un caso paradigmático es el del crédito al consumo. A pesar del elevado parque de tarjetas, cajeros y TPV existente en España, su utilización (fundamentalmente, tarjetas de crédito para consumo) todavía es muy reducida.

También en la evolución del ahorro existen diferencias significativas. A pesar de la transformación que se ha producido en la última década — asociada en gran medida a reformas fiscales, pero también a una mayor sofisticación financiera de los agentes económicos—, el ahorro de las familias continúa estando muy concentrado en depósitos bancarios. En sentido contrario, el peso de planes de pensiones y seguros sigue siendo muy reducido.

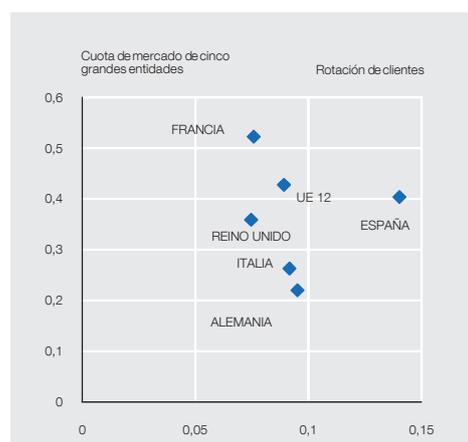
La paulatina convergencia de la posición estructural que caracteriza al sistema bancario español frente al resto de socios europeos podría verse limitada por el impacto de la actual crisis financiera. La incertidumbre generada en torno a los instrumentos financieros garantizados por hipotecas y otros créditos incrementará el coste financiero asociado a los mismos y disminuirá, por lo tanto, su atractivo relativo para los emisores. De esta forma, en un contexto de encarecimiento de la financiación mayorista, cabe esperar que continúe aumentando la competencia por la captación de ahorro minorista, lo que redundará en un incremento de su coste, así como en una focalización de las estrategias de captación de recursos mediante depósitos bancarios, que permita compensar, al menos temporalmente, el menor dinamismo de la financiación en mercados mayoristas. Junto a ello, la reducida penetración en España de productos vinculados a previsión social y seguros generará una mayor actividad en estos productos.

Pero el impacto de la crisis en la oferta de productos y servicios bancarios, a pesar de afectar fundamentalmente al pasivo de las entidades, también tendrá repercusiones significativas en los productos de activo. El estrechamiento de márgenes asociado a la estructura de financiación potenciará la necesidad de trasladar el incremento del coste de financiación al activo, redundando en una gestión de riesgos más estricta, con una mayor diferenciación y discriminación de las primas de riesgo asignadas a los prestatarios, así como el incremento de ingresos no financieros asociados a un modelo de crecimiento económico que previsiblemente diferirá del observado durante la última década.

En efecto, el menor dinamismo de la actividad bancaria asociada al sector inmobiliario y la necesidad de recurrir a actividades vinculadas a PYME y al consumo provocarán un crecimiento significativamente inferior en los activos bancarios. Por un lado, porque las operaciones vinculadas al mercado inmobiliario presentan un volumen unitario manifiestamente superior; y, en segundo lugar, porque aquel es un sector con un elevado factor de apalancamiento que, a su vez, genera importantes externalidades en otros sectores próximos. Así pues, a una demanda de crédito que previsiblemente irá dirigida hacia sectores distintos a los de los últimos años, se unirá una oferta por parte de las entidades que, ante la mayor dificultad de financiación, se centrará en operaciones de menor volumen, pero más rentables. El potencial de penetración en negocio con empresas no vinculadas a los sectores inmobiliario y de construcción es relevante. De hecho, solo el 50% del crédito a actividades productivas va dirigido en España a sectores distintos a la construcción e inmobiliario, y estos sectores presentan ratios de apalancamiento significativamente más reducidos.

El mayor dinamismo de esta tipología de productos y servicios tendrá importantes consecuencias en el sistema. Por un lado, en términos de composición de la cuenta de resultados, ya que el peso de los ingresos no financieros asociados a estas líneas de negocio es mayor que el del negocio tradicional. Si a ello unimos el menor peso que suponen en el sistema bancario español frente al europeo, cabría esperar que se produzca una cierta convergencia en su comportamiento. Esta evolución sería aún más acusada si consideramos que las plataformas de venta servirán para la distribución de un mayor número de productos y servicios, cuyo retorno vendrá generado por el cobro de comisiones. De esta forma, junto al proceso de optimización y reorganización de redes comerciales, y ante el menor volumen de negocio tradicional gestionado, se incrementará la variedad de productos y servicios ofrecidos, potenciando las economías de alcance que se puedan generar.

Adicionalmente, es previsible que la dotación de recursos humanos en los puntos de venta también muestre un incremento relevante. Las operaciones de activo ligadas a los productos con una mayor demanda potencial estarán caracterizadas por su menor importe unitario, pero



de mayor rentabilidad, lo que requiere una gestión comercial significativamente distinta. Esto se debe a que suelen ser operaciones más complejas, que requieren más tiempo en su ejecución, lo que implícitamente demanda una mayor proximidad al cliente y una gestión más activa que las operaciones vinculadas al sector inmobiliario e hipotecario.

Pero, sin duda, el denominador común a todas las tendencias expuestas con anterioridad es la potenciación de la banca relacional como clave a la hora de hacer banca. Esto implica no solo una mayor proximidad al cliente en aras de conseguir una mayor vinculación y menor rotación —en un sistema, como el español, que presenta una de las ratios de rotación más elevadas de la UE—, sino una mayor diferenciación por segmentos, donde tendrá un papel especialmente relevante la evolución demográfica.

En efecto, el cambio en la pirámide poblacional durante los últimos años y, sobre todo, las tendencias futuras requerirán una mayor especialización, no solo en la configuración de productos y servicios, sino también en la gestión de los clientes. Dos tendencias son especialmente destacables en este sentido: por un lado, el envejecimiento de la población esperado y, por otro, el creciente peso de los inmigrantes como grupo de población con unas marcadas características diferenciales como potenciales clientes bancarios.

El envejecimiento de la población inducirá cambios importantes en los patrones de ahorro, endeudamiento y gasto, a los que tendrá que adaptarse la oferta de productos financieros. Es previsible una menor demanda de financiación, así como un uso del ahorro existente para complementar las pensiones públicas. La movilización de los planes de pensiones privados y el desarrollo de nuevos productos (ligados a necesidades extraordinarias, tasas de reemplazo reducidas, cuidados para la dependencia...) ofrecerán oportunidades nuevas a las entidades que sepan anticiparse y prever los cambios que posiblemente se producirán en el entorno económico y regulatorio. En los últimos tiempos ya hemos asistido a algunas de estas innovaciones, como, por ejemplo, las hipotecas inversas, pero el proceso no ha hecho más que empezar.

En cuanto a la inmigración, es evidente que se trata de una clientela en expansión y con necesidades específicas. La tasa de bancarización de los inmigrantes es relativamente elevada en España (77%, frente al 49% en Estados Unidos, según datos del BID), lo que refleja características estructurales que hacen que una cuenta bancaria sea, en España, un producto no

solo necesario, sino también asequible. Pero existe un potencial considerable para una profundización de esta clientela. Las entidades financieras están ganando cuota de mercado en el negocio de remesas —en el que contaban con una gran ventaja inicial las empresas remesadoras, gracias, entre otras cosas, a su capilaridad en destino y a sus horarios en origen—, mediante una estrategia basada en sacar partido a sus posibilidades de venta cruzada de otros productos financieros, que les permite subsidiar los envíos de dinero, no especialmente rentables. Las características de esta clientela en aspectos como el idioma y los horarios de atención requerirán seguramente ajustes en el funcionamiento de las redes tradicionales, que tenderán a una mayor flexibilidad. Por otra parte, algunas entidades ya han establecido acuerdos con entidades financieras en los países de origen de los inmigrantes, lo que pone de manifiesto, una vez más, la necesidad de una dimensión internacional en las estrategias bancarias a medio plazo también en este ámbito.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2006). «Ciclo inmobiliario y negocio bancario: implicaciones estratégicas tras una década prodigiosa», *Nota Técnica Análisis Bancario*, n.º 82, Madrid.
- BERGES, A., y A. GARCÍA MORA (2007). «El sesgo inmobiliario del sector financiero español», *Economistas*, número extraordinario, Madrid.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2007). *EU Banking Sector Stability*, noviembre.
- (2007). *EU Banking Structures*, octubre.
- EUROPEAN COMMISSION (2006). «Interim Report II: Current Accounts and Related Services», DG Competition, 17 julio.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S., y A. GARCÍA HERRERO (2008). «The housing boom and bust in Spain: impact of the securitisation model and dynamic provisioning», *International Housing Finance*, de próxima publicación.
- GARCÍA MORA, A. (2005). «Estrategias de expansión en el sector bancario español: consecuencias en la estructura de mercado y el valor de la franquicia», *Análisis Financiero Internacional*, n.º 119, primer trimestre, Madrid.
- RESTOY, F. (2008). «Lecciones para la regulación y la supervisión financieras», en Analistas Financieros Internacionales, *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*.

LA NUEVA CIRCULAR SOBRE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: CONTENIDO  
E IMPACTO SOBRE LA LABOR SUPERVISORA DEL BANCO DE ESPAÑA

Fernando Vargas y José M.<sup>a</sup> Lamamié de Clairac (\*)

(\*) Fernando Vargas es Director General Adjunto de Supervisión del Banco de España; José María Lamamié de Clairac es Director del Departamento de Instituciones Financieras, de la Dirección General de Regulación del Banco de España. Los autores agradecen los valiosos comentarios recibidos de Javier Azcárate, Luis Manuel González Mosquera, Cristina Iglesias-Sarria y Jorge Martínez Blanes.  
Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## La nueva Circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del Banco de España

El pasado 22 de mayo, el Consejo de Gobierno del Banco de España aprobó la *Circular 3/2008, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos*, la cual fue publicada en el Boletín Oficial del Estado el 10 de junio y entró en vigor al día siguiente de dicha publicación.

Esta Circular, por su considerable extensión y complejidad técnica, ha demandado una atención especial desde el punto de vista de su gestación, de la normativa comunitaria y del Comité de Basilea de la que procede, de sus características tanto estructurales como metodológicas, y de su propio contenido. Una regulación de este calibre, además, constituye un reto no solo para el regulador y para las entidades que deben implantarla, sino también para el supervisor en muy variados frentes.

Con el objetivo de proporcionar una visión general sobre todos estos aspectos, el presente artículo recoge en su primera sección unas breves referencias al largo proceso de transposición de la normativa comunitaria y de Basilea de la que deriva la nueva Circular, incluyendo una reflexión sobre la complejidad de toda esta normativa. Seguidamente, en la segunda sección se abordan las características de la Circular, así como un resumen de su contenido, trazando un paralelismo con la estructura en tres pilares del Acuerdo de Basilea II, por ser quizás esta la más familiar a la mayoría de los lectores. Y en la tercera sección se presta atención al impacto de la nueva Circular sobre las actuaciones supervisoras, considerando áreas tan diversas como la validación de los modelos internos de cálculo del capital necesario, la cooperación con otros supervisores, la presión sobre los recursos supervisores disponibles o la propia formación de estos.

### **1 La Circular: último peldaño de la transposición de Basilea II a la normativa española**

La nueva Circular, que ha venido a sustituir a la hasta entonces vigente Circular 5/1993, de igual título, es el último peldaño en el proceso de transposición al ordenamiento jurídico español, en lo que a las entidades de crédito se refiere, de la comúnmente conocida como *Directiva de requerimientos de capital* (en adelante, la DRC). Sin embargo, conviene mencionar que, pese a ser habitualmente conocida bajo dicha denominación única, esta hace referencia al conjunto de dos directivas del Parlamento Europeo y del Consejo de las Comunidades Europeas: la Directiva 2006/48/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2006/49/CE, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, ambas de 14 de junio de 2006<sup>1</sup>. Estas directivas son el fruto de la incorporación, al derecho comunitario, de las novedades introducidas en la regulación de la solvencia de las entidades de crédito por el marco revisado del acuerdo de convergencia internacional sobre medición y normas relativas al capital o, como es más conocido, Basilea II.

El proceso de transposición, que, en el ámbito de la regulación de las entidades de crédito, ha culminado con la nueva Circular 3/2008, cabe calificarlo de laborioso y complejo. En parte, esto ha sido fruto del propio proceso de incorporación de la normativa comunitaria al ordenamiento español, que, en el ámbito que nos ocupa, se caracteriza habitualmente por cuatro etapas consecutivas (Ley → Real Decreto → Orden Ministerial → Circular del Banco de España) que cuentan con sus correspondientes procesos de tramitación y controles de legalidad.

1. Algunos autores utilizan la denominación «Directiva de adecuación de capital» (y su acrónimo DAC) para referirse al conjunto de las dos directivas, y no solo a la Directiva 2006/49/CE.

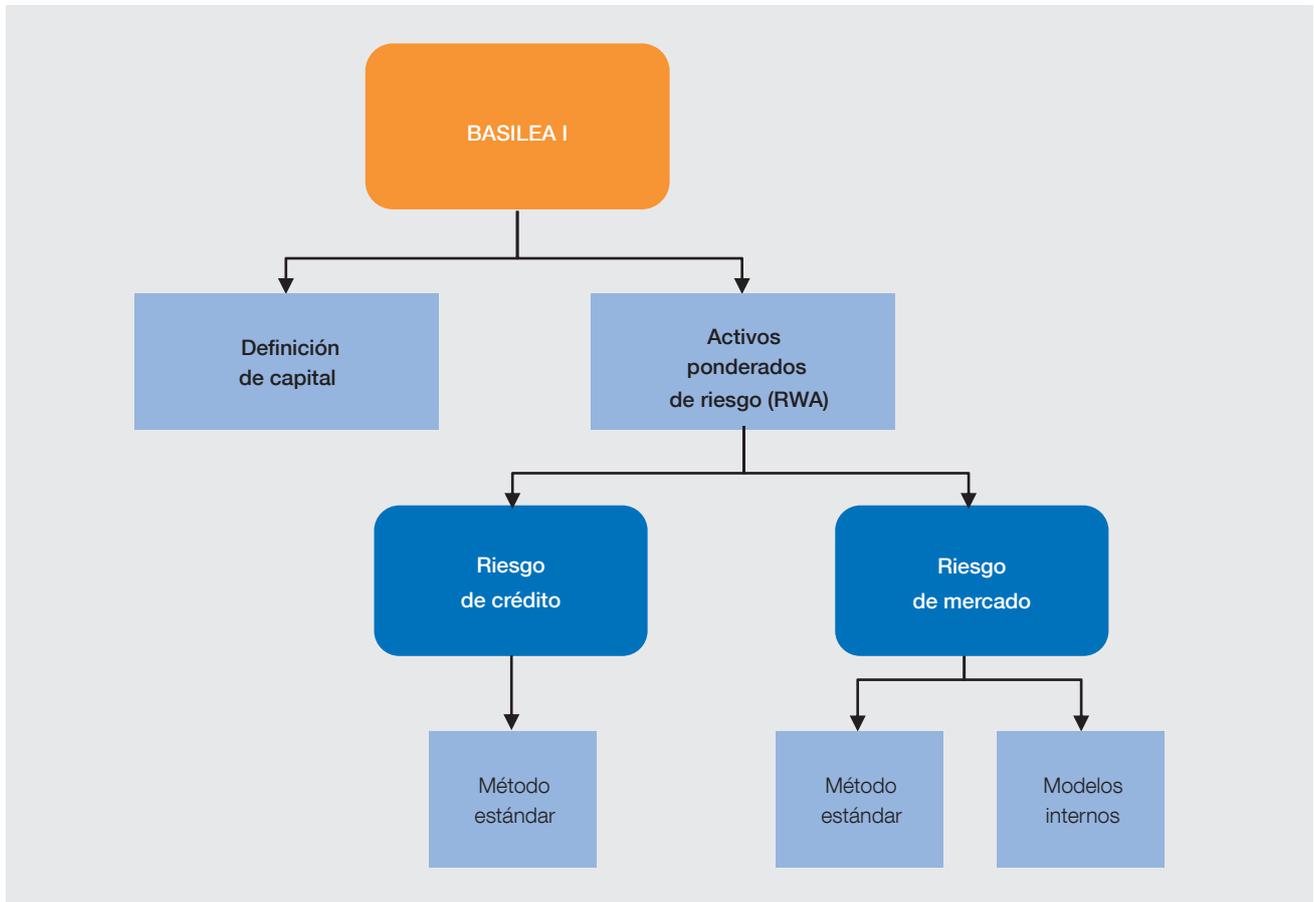
Pero, en buena medida, aún más determinante ha sido la propia complejidad técnica de las nuevas reglas establecidas en la DRC, que, a su vez, son reflejo de las establecidas por el acuerdo de Basilea II (al igual que la normativa comunitaria sustituida por la DRC era reflejo de las reglas del anterior acuerdo internacional sobre el capital, conocido como Basilea I).

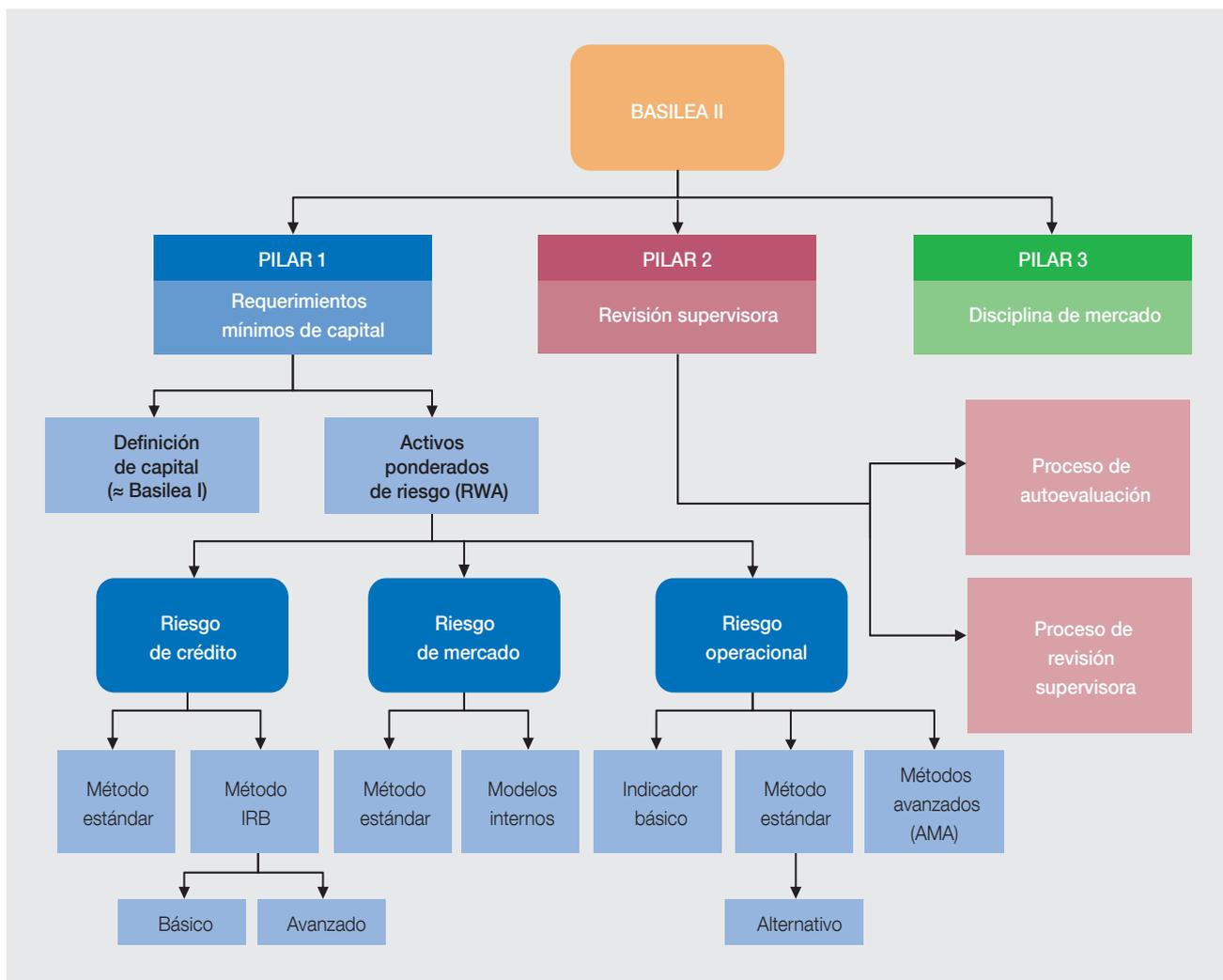
Como ilustración de la mayor complejidad técnica introducida por Basilea II con respecto a Basilea I, baste comparar los esquemas 1 y 2 siguientes, donde resultan evidentes un mayor detalle en la definición de los activos ponderados por riesgo (con la aceptación de modelos internos en riesgos distintos del de mercado) y la estructuración de las normas de solvencia alrededor de tres pilares, de los cuales dos de ellos pueden considerarse novedosos con relación al acuerdo de Basilea I.

Esta mayor complejidad técnica y el detalle en el que entran las nuevas reglas de solvencia aconsejaron una estrategia de transposición más eficiente, que permitiese dejar a la Circular del Banco de España el desarrollo de los aspectos más técnicos y detallados de la nueva regulación. Es por ello por lo que las disposiciones normativas aprobadas en las dos primeras etapas del proceso de transposición (la *Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero*, y el *Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras*) confirieron directamente al Banco de España las habilitaciones de desarrollo precisas para la transposición efectiva de la DRC en un amplísimo grado, sin que resultase necesario dictar una orden ministerial habilitadora. De hecho, aun a riesgo de incurrir en una cierta simplificación, puede decirse que aquellas normas incorporan los *principios básicos* de la nueva

ESTRUCTURA DEL ACUERDO DE BASILEA I

ESQUEMA 1





normativa comunitaria, dejando al Banco de España el completo desarrollo de las, a menudo, prolijas especificaciones establecidas en el articulado y, muy especialmente, en los diferentes anejos de la DRC.

Circunscribiéndonos a la Circular 3/2008, su historia no empieza cuando —en el marco del proceso de transposición antes citado— la Ley y el Real Decreto previamente mencionados habilitaron al Banco de España para el desarrollo y la ejecución de sus disposiciones, sino mucho antes —incluso— de la publicación de la DRC, el 30 de junio de 2006. De hecho, los primeros pasos en su redacción se dieron en el verano de 2005, a partir de los borradores de la DRC disponibles en aquel momento, en que aún no había sido aprobada por el Parlamento Europeo.

Sin ánimo de ser excesivamente prolijos en lo que al proceso de redacción de la Circular se refiere, parece oportuno destacar en el mismo dos hitos importantes:

- El primero fue el lanzamiento, el 29 de diciembre de 2006, de un proceso de consulta informal sobre el borrador de circular, coincidente con el inicio del período de audiencia pública del anteproyecto de ley de transposición de la DRC. Dicho lanzamiento incluía los capítulos dedicados al riesgo de crédito y a la información que se debe rendir al Banco de España, con todos los estados de declaración previs-

tos, y se acompañaba, por primera vez en las iniciativas regulatorias del Banco de España, de un estudio de impacto sobre la economía española de la nueva regulación de capital, centrada sobre tres ámbitos: la financiación de las pequeñas y medianas empresas, el mercado de titulizaciones y la prociclicidad de Basilea II.

La importancia de este lanzamiento era muy grande, ya que suponía dar a conocer anticipadamente, a las entidades destinatarias de la Circular, los estados con los que deberían reportar en el futuro al Banco de España y que estas pudiesen hacer sus preparativos (sistemas de información, programas, etc.) con tiempo suficiente.

Se inició con ello una publicación secuencial de los capítulos de la Circular, a medida que estuvieron disponibles, y que culminó a finales de julio de 2007, manteniéndose abierto el período de consulta sobre la totalidad del borrador de circular hasta el 30 de septiembre siguiente. Los comentarios —numerosos— se fueron recibiendo a lo largo de todo el período, y sin duda contribuyeron a facilitar el proceso de redacción de la Circular y coadyuvaron a una mejor transposición de la DRC.

- El segundo hito importante fue la publicación en el Boletín Oficial del Estado, el 16 de febrero de 2008, del Real Decreto 216/2008, que completaba las habilitaciones necesarias al Banco de España y, con ello, permitía finalizar la redacción de la Circular e iniciar los trámites finales preceptivos para su aprobación (que incluyeron, consecutivamente, una consulta formal a las asociaciones de entidades de crédito, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y un control de legalidad externo a cargo del Consejo de Estado). Como se dijo al principio, dicha aprobación tuvo lugar en la reunión del Consejo de Gobierno del Banco de España celebrada el 22 de mayo de 2008.

## **2 Características y contenido de la Circular**

Para un lector de la Circular que no haya tenido contacto previo con la DRC o con Basilea II, aquella le llamaría la atención por su extensión, muy superior a cualquier otra circular del Banco de España hasta la fecha y que más que dobla la de la Circular 5/1993, a la que viene a sustituir. Y, ciertamente, la nueva Circular supone un nivel considerablemente mayor de desarrollo de la normativa de superior rango (Ley 36/2007 y Real Decreto 216/2008), debido a la complejidad, extensión y nivel de detalle técnico de la DRC, cuya transposición completa es tan larga y compleja como lo son tanto esta como el propio acuerdo de Basilea II. Además, la Circular 3/2008 no pretende ser un complemento de la Ley y del Real Decreto antes citados, sino que, ateniéndose al modelo que ya siguiera su predecesora (Circular 5/1993), incluye —a veces, literalmente— buena parte de las normas contenidas en aquellas disposiciones de superior rango, de manera que constituye un texto integrado que facilita a las entidades de crédito tanto la consulta como el cumplimiento de las normas aplicables.

También llamaría la atención a este lector el hecho de que, siendo la Circular 3/2008 el último peldaño de la transposición, vía DRC, del acuerdo de Basilea II a la normativa bancaria española, no se haga referencia en ella a los tres pilares de Basilea II de los que tanto hemos oído hablar a lo largo de esta década. Efectivamente, la nueva Circular sigue una estructura más cercana a la de su predecesora y a la de la propia DRC, que tampoco hace referencia a los tres pilares de Basilea II.

Pero los tres pilares sí están en la nueva Circular, como no podía ser de otra forma. Recordemos, primero, que dichos pilares son los requerimientos mínimos de capital (*Pilar 1*), el proce-

so de revisión supervisora (*Pilar 2*) y la disciplina de mercado (*Pilar 3*), y, ayudándonos del propio índice de capítulos de la Circular, podemos observar en el esquema 3 la correspondencia entre unos y otros.

Como puede apreciarse, los tres primeros capítulos de la Circular se corresponderían con las normas generales o estructurales de Basilea II (e, igualmente, con las de idéntica naturaleza de la DRC), categoría a la que también sumamos el capítulo decimotercero, relativo a la información periódica que las entidades han de enviar al Banco de España y a los estados concretos mediante los cuales se presenta dicha información, al ser una consecuencia del conjunto de los pilares (más, en puridad, de los pilares 1 y 2). El Pilar 1, el de más extenso desarrollo en el acuerdo de Basilea II, encuentra su correspondencia en los capítulos cuarto a octavo, en tanto que los otros dos pilares se hallan recogidos en sendos capítulos, el décimo (*Pilar 2*) y el undécimo (*Pilar 3*). La Circular contiene, finalmente, algunas otras normas (capítulos noveno y duodécimo) no directamente relacionadas con Basilea II, según se comentará más adelante.

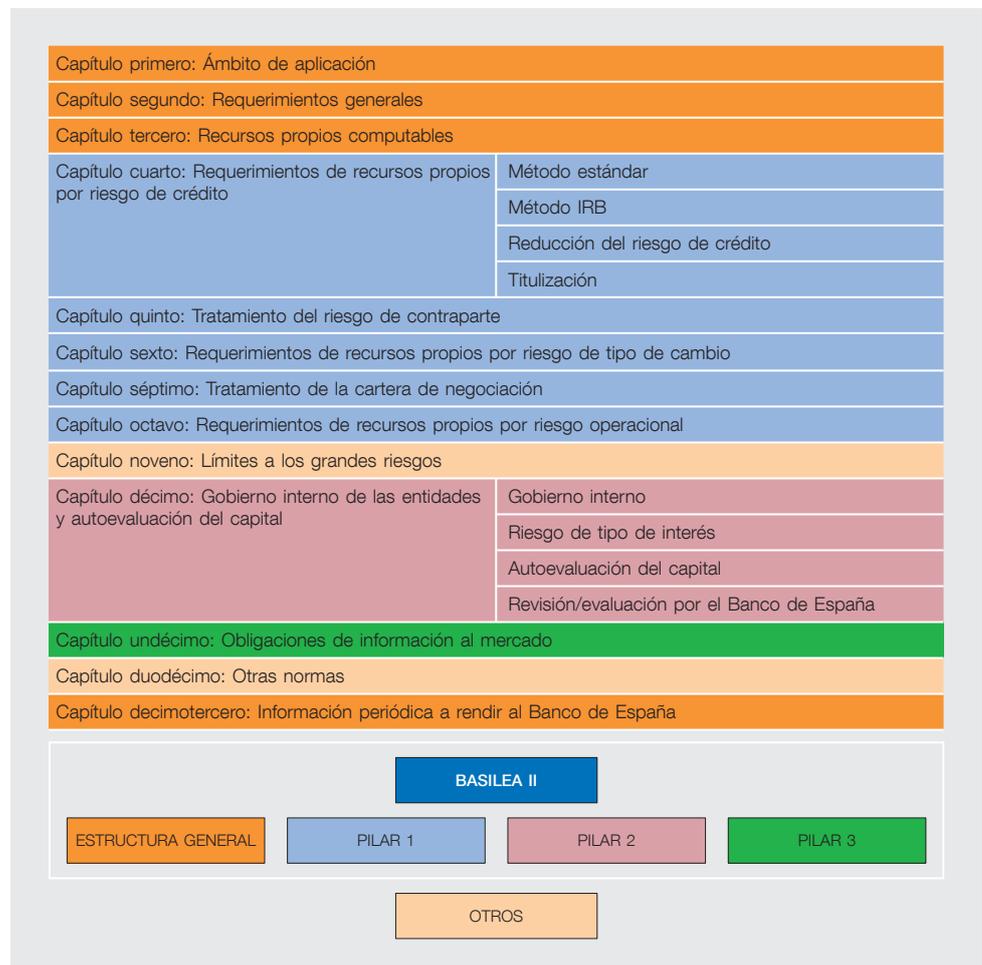
Seguidamente, bajo la agrupación utilizada en el esquema anterior, se presenta una visión general del contenido y de las principales novedades que incorpora la Circular 3/2008 respecto a la Circular 5/1993, a la que sustituye.

2.1 LOS CAPÍTULOS ESTRUCTURALES

No hay grandes novedades en el capítulo primero, *Ámbito de aplicación*, donde, como su propio nombre indica, se regula a quién es de aplicación la Circular: grupos y subgrupos de

**CORRESPONDENCIA ENTRE LA CIRCULAR 3/2008 Y LOS TRES PILARES DE BASILEA II**

ESQUEMA 3



entidades de crédito, las propias entidades de crédito individuales y las sucursales de entidades de crédito no pertenecientes al Espacio Económico Europeo (EEE). Se establecen, asimismo, en este capítulo la definición y la casuística de grupos y subgrupos consolidables de entidades de crédito y se contempla en qué casos algunos de ellos, encuadrados en grupos de entidades no pertenecientes al EEE, pueden quedar — como grupo o subgrupo, no como entidades individuales— exentos de las normas de la Circular. Finalmente, se establecen las funciones de las entidades obligadas de los grupos y subgrupos, básicamente aquellas que se derivan de las relaciones con el Banco de España (elaborar y remitir documentación, atender requerimientos y facilitar actuaciones inspectoras).

En el capítulo segundo, *Requerimientos generales*, se regulan las obligaciones generales, tanto las relativas a los requerimientos generales de recursos propios como otras obligaciones aplicables, precisándose cuáles lo son en atención al nivel de aplicación: consolidado, subconsolidado e individual. Constituye aquí la gran novedad, que nace de Basilea II, el que las nuevas normas incorporan el cumplimiento de los requerimientos a nivel individual para todas las entidades de crédito españolas —tanto las matrices como las filiales— incluidas en un grupo consolidable. No obstante, se prevé en este capítulo la posibilidad de que el Banco de España pueda eximir las de esta obligación si se cumple una serie de condiciones tendentes a garantizar que los recursos propios se distribuyen adecuadamente entre la empresa matriz y las filiales, y que no existen restricciones a la circulación del capital y al cumplimiento de los compromisos dentro del grupo.

También se establecen en este capítulo determinadas particularidades en el cálculo de los requerimientos de recursos propios y en el cálculo de los límites a los grandes riesgos en el caso del cumplimiento individual por parte de las matrices, y se contempla la posibilidad de que, a tal efecto, se integren con ellas determinadas filiales instrumentales o tenedoras de participaciones, así como las condiciones que deben reunirse para dicha integración.

En cuanto a la definición de los *Recursos propios computables* contenida en el capítulo tercero, donde se regulan los instrumentos computables de recursos propios, y se establecen las deducciones que deben practicarse y los límites de cómputo, debe decirse que no encaja propiamente con la estructura de Basilea II, pues dicho acuerdo apenas contempla lo que se conoce como el «numerador del coeficiente de solvencia», dejando prácticamente inalterado lo previsto en Basilea I. No obstante, el hecho de que la cifra de recursos propios computables sea la que se contrasta con el total de los requerimientos de recursos propios mínimos hace que guarde una relación clara con los tres pilares y nos lleva a incluirlo dentro de esta categoría de capítulos vinculados a la estructura general de Basilea II.

Aunque ni Basilea II ni la DRC han introducido cambios significativos en la definición de recursos propios computables, la Circular 3/2008 comporta algunas novedades con relación a su antecedente, la Circular 5/1993. Se reseñan brevemente, a continuación, los más significativos:

- La aceptación del cómputo de financiaciones subordinadas a plazo inferior a cinco años como recursos propios auxiliares con el fin de cubrir exclusivamente los requerimientos de recursos propios por los riesgos de cambio y de precio. Esta posibilidad ya existía en la normativa comunitaria anterior a la DRC, pero no había sido transpuesta en su día a la normativa española.
- La limitación en el cómputo de los intereses minoritarios de las sociedades del grupo consolidado, cuando estos superen ciertos umbrales de significación y provengan de filiales sobrecapitalizadas individualmente. Esta limitación se ha estable-

cido, por razones de prudencia, en virtud de las habilitaciones conferidas al Banco de España por el Real Decreto 216/2008 y en el marco de la libertad de las autoridades nacionales de deducir ciertos elementos de los recursos propios que no se consideren realmente disponibles para atender las pérdidas del grupo.

- También en uso de las citadas habilitaciones, se ha establecido un límite del 15% sobre los recursos propios básicos a la computabilidad de aquellas acciones y participaciones preferentes que incorporen incentivos a la amortización anticipada. Tal es el caso de las cláusulas de *step-up*. Esta novedad se ha introducido siguiendo el denominado «Compromiso de Sidney», adoptado en 1998 por el Comité de Basilea.
- En sentido contrario al caso precedente, la Circular amplía las posibilidades de cómputo de acciones y participaciones preferentes cuando sus características contengan factores que favorezcan una mayor capitalización de la entidad o grupo consolidable, como puedan ser las cláusulas de conversión obligatoria en acciones ordinarias. Esta medida, junto con la anterior, persigue que el capital y las reservas de las entidades de crédito y sus grupos sean el elemento predominante de sus recursos propios básicos, algo que constituía un valor entendido en nuestro sistema financiero, pero que ahora se explicita en la Circular, al establecer que el capital ordinario y las reservas deben ser superiores al 50% de los recursos propios básicos.

Por último, como se dijo con anterioridad, incluimos el capítulo decimotercero, *Información periódica a rendir al Banco de España*, en esta categoría de «capítulos estructurales». Se trata de un capítulo de corte similar al correspondiente de la Circular 5/1993, que comprende las normas y procedimientos para la remisión de los estados de declaración de la información reservada que las entidades y grupos destinatarios de la Circular deben remitir periódicamente al Banco de España. La principal novedad que aporta este capítulo, con relación a aquella, es el mayor volumen y detalle de la información que se ha de remitir, la cual es —de alguna manera— proporcional a la complejidad de los métodos de cálculo que las entidades utilicen para la determinación de los requerimientos de recursos propios mínimos.

También debe destacarse que los estados de declaración, en su casi totalidad, responden a un estándar homogéneo de información, denominado COREP<sup>2</sup>, acordado por las autoridades supervisoras de la Unión Europea en el marco de los trabajos llevados a cabo por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS). Esta armonización tiene por objeto tanto reducir la carga y el coste que la información que se debe rendir a las autoridades supervisoras representa para las entidades y grupos que operan en varios países de la Unión Europea como facilitar una mejor base para una más eficiente cooperación e intercambio de información entre supervisores.

## 2.2 PILAR 1

El Pilar 1 de Basilea II —recordemos— se encuentra desarrollado en los capítulos cuarto a octavo de la Circular 3/2008.

El riesgo de crédito se trata en dos capítulos de la Circular; concretamente, en los capítulos cuarto y quinto. El primero de ellos, el capítulo cuarto (*Requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito*), es el de mayor extensión de toda la Circular y el que concentra el grueso de las novedades que la nueva regulación de la solvencia introduce en esta materia. En

---

2. Del inglés *common reporting*, reporte común de información.

este capítulo se establecen dos métodos de cálculo de los requerimientos de recursos propios: el estándar y el de calificaciones internas (IRB, por las siglas en inglés de *internal ratings based*), pudiendo ser este, a su vez, «básico» o «avanzado».

El *método estándar* es el más próximo a la normativa de cálculo de requerimientos de recursos propios hasta ahora vigente. La gran novedad, además de la aplicación de determinadas técnicas que luego se comentarán, la constituye el uso, para el cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo, de las calificaciones de las agencias de calificación externas, a cuyo fin se establecen los criterios para su reconocimiento, basados fundamentalmente en la objetividad, independencia, transparencia, reputación y continua actualización de la metodología aplicada.

Además, frente a la Circular 5/1993, que no contemplaba como garantía válida las hipotecas sobre inmuebles comerciales, la nueva sí lo hace, aunque asegurándose de que se trata de inmuebles de carácter polivalente y que existe una adecuada sobrecolateralización (o exceso de valor de la garantía sobre el importe del crédito).

Por otra parte, para fomentar la solvencia de las entidades e incentivar las buenas prácticas en la concesión de los créditos para la adquisición de inmuebles, se dispone en la Circular que aquella parte de los préstamos hipotecarios concedidos con esta finalidad (o los originados por consolidación de deudas) que superen el 95% del valor de la garantía en el caso de inmuebles residenciales, o el 80% de dicho valor en el caso de inmuebles comerciales, habrá de tratarse como activos de alto riesgo y, consiguientemente, recibirá la ponderación de riesgo más elevada (el 150%), prevista en el método estándar, a efectos de calcular los requerimientos de recursos propios mínimos.

Sujeto a autorización previa del Banco de España, se permite el uso de calificaciones internas y modelos internos para el cálculo de sus exposiciones por riesgo de crédito (en suma, lo que se conoce como *método IRB*). Dicha autorización solo será concedida cuando el Banco de España aprecie que se cumple una serie de requisitos relacionados fundamentalmente con la gestión de riesgos y la solidez de los controles internos de la entidad. Los niveles «básico» o «avanzado» de este método dependen de qué parámetros de riesgo<sup>3</sup> se autorice a las entidades a calcular según estimaciones propias, las cuales constituyen, en sí mismas, una de las grandes novedades de la nueva regulación de la solvencia, y en particular de la correspondiente al cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito.

La nueva Circular también reconoce la posibilidad de utilizar *técnicas de reducción de riesgos* con mayor amplitud que la prevista en normativa anterior, a la que sustituye. Dichas técnicas se regulan muy diferentemente según el método de cálculo aplicable. Así, en tanto que para las entidades que apliquen el método IRB avanzado las técnicas de reducción se consideran dentro de los propios requisitos de la metodología de cálculo, para las entidades que apliquen el método estándar o el método IRB básico se regulan de una manera muy prolija y detallada, dedicándole toda una sección del capítulo cuarto.

De acuerdo con dicha sección, las técnicas de reducción admisibles son: las garantías reales (tales como los depósitos de efectivo, determinados valores representativos de deuda emitidos por administraciones centrales, entidades de crédito o empresas, las acciones cotizadas

---

3. Los parámetros de riesgo son determinados elementos de la fórmula de cálculo de los requerimientos de recursos propios mínimos. En concreto, son la probabilidad de incumplimiento (PD), la pérdida en caso de incumplimiento (LGD) y el vencimiento (M).

o las pólizas de seguro de vida, entre otras) e instrumentos similares, tales como los acuerdos de compensación; las garantías personales prestadas por determinados garantes, como administraciones, organismos y entidades públicas, organizaciones internacionales o entidades de crédito y compañías de seguro que cumplan ciertas condiciones; y los derivados de crédito, ya sean simples o sobre cestas de exposiciones. Esta sección del capítulo cuarto regula, asimismo, de manera muy detallada los posibles efectos de las diversas técnicas de reducción de riesgos, en especial cuando se trata de coberturas imperfectas, resultando en conjunto una regulación mucho más prolija y, en ocasiones, bastante más compleja de lo que su aplicación exclusivamente en caso de uso de los métodos más «sencillos» parece sugerir.

También es muy detallada y técnicamente compleja la regulación de la forma de cálculo de los requerimientos de recursos propios para las exposiciones de *titulización*, en la que se tienen en cuenta las distintas posiciones que las entidades puedan adoptar en el proceso de titulación (como entidad originadora, patrocinadora o inversora). En línea con el nuevo marco regulatorio emanado de Basilea II, el sistema de cálculo de los requerimientos para las titulaciones es, con diferencia, mucho más sensible al riesgo que el que se les ha venido aplicando hasta la fecha.

La regulación de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito se complementa en el capítulo quinto, *Tratamiento del riesgo de contraparte*, con una asimismo detallada y compleja regulación del riesgo de crédito de contraparte, a efectos de determinar el valor de exposición de ciertas operaciones (entre ellas, los instrumentos derivados), previéndose diversos métodos aplicables (métodos estandarizados y método de modelos internos), así como la existencia de acuerdos de compensación contractual (a menudo conocidos como de *netting*) y sus efectos. En general, y con la excepción de la utilización de modelos internos, la nueva regulación del riesgo de crédito de contraparte no ofrece diferencias conceptuales sustanciales con la hasta ahora existente, si bien se desarrolla con mayor grado de detalle y con un punto de mayor complejidad relativa.

El contenido del capítulo sexto, *Requerimientos de recursos propios por riesgo de tipo de cambio*, apenas comporta novedades con respecto a su tratamiento en la Circular 5/1993. Se mantiene un nivel de sencillez parejo con el preexistente, basado en la determinación de la posición global neta en divisas y en oro como la mayor entre la suma de las posiciones netas largas, por un lado, y la suma de las posiciones netas cortas, por otro, en todas y cada una de las divisas y en oro. Únicamente cabe destacar, como novedad, derivada de que ahora se transpone la normativa comunitaria en toda su amplitud, el que se admite que los requerimientos de recursos propios podrán considerarse nulos cuando la suma de las posiciones globales netas en divisas y en oro no supere el 2% del total de los recursos propios computables de la entidad.

De manera similar a lo indicado con respecto al capítulo anterior, tampoco en el capítulo séptimo, *Tratamiento de la cartera de negociación*, se producen novedades particularmente significativas con respecto a la normativa de la Circular 5/1993. La regulación de la cartera de negociación en ella contenida era ya tan detallada y compleja como la de la nueva Circular, si bien ahora en esta se da cabida a algunos supuestos que, en su día, se optó por no transponerlos a la normativa española. En concreto, se destaca como más relevante la introducción de la posibilidad de utilizar el concepto de duración como alternativa al vencimiento, a efectos de determinar los requerimientos de recursos propios por riesgo de precio —general y específico— de las posiciones en renta fija.

Finalizamos esta visión general del Pilar 1 con el capítulo octavo, *Requerimientos de recursos propios por riesgo operacional*, que desarrolla lo que constituye otra de las grandes novedades

des de Basilea II y de la normativa comunitaria. En él se regulan detalladamente los diferentes métodos de cálculo (más o menos avanzados) de dichos requerimientos, así como los requisitos que las entidades han de cumplir para su aplicación y, en su caso, para obtener la preceptiva autorización para el uso de los métodos más avanzados de medición del riesgo. Los métodos previstos son el del *indicador básico* (donde los requerimientos de recursos propios se calculan a partir de la media del producto de los ingresos relevantes de la cuenta de pérdidas y ganancias de los tres últimos ejercicios financieros completos por un coeficiente de ponderación de 15%), el *método estándar* (que es una evolución del anterior, calculada para las diversas líneas de negocio previstas en la propia normativa mediante aplicación de sus correspondientes coeficientes de ponderación) y los *métodos avanzados* (para los que se establece una serie de requisitos cuantitativos y cualitativos, pero no una estructura conceptual determinada). Existe una variante del método estándar, denominado *método estándar alternativo*, que contempla ciertas diferencias de cálculo de los requerimientos para las líneas de negocio de banca comercial y de banca minorista, y que bajo determinadas condiciones (básicamente, que un porcentaje significativo de las actividades de banca minorista o comercial consista en préstamos con una elevada prima de riesgo debida a una alta probabilidad de incumplimiento en los mercados financieros en los que se desarrollen) las entidades pueden utilizar con la previa autorización del Banco de España, en la medida en que este método proporcione una mejor evaluación del riesgo operacional.

### 2.3 PILAR 2

Los conceptos de Pilar 2 en la Circular se concentran fundamentalmente en el capítulo décimo, *Gobierno interno de las entidades y autoevaluación del capital*, y constituyen otra de las grandes novedades de la nueva regulación de la solvencia. En dicho capítulo se establece un sistema de revisión supervisora con el fin de fomentar la mejora de la gestión interna de los riesgos de las entidades. Con sentido lógico, este capítulo comienza estableciendo una serie de requisitos de buen gobierno interno, que incluyen una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, unos mecanismos adecuados de control interno y procedimientos eficaces de identificación, gestión, control e información de los riesgos a los que las entidades estén o puedan estar expuestas. De manera más detallada, se especifican una serie de reglas para la evaluación y gestión del riesgo derivado de posibles variaciones de los tipos de interés, incluyendo una evaluación de su impacto sobre el margen de intermediación sensible a los tipos de interés, así como sobre el valor económico de la entidad.

Con el fin de asegurar un tratamiento coherente entre entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (sujetas a normas equivalentes resultantes de la transposición al ordenamiento español de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, más conocida como MiFID), también se establecen en este capítulo las condiciones para poder delegar o externalizar funciones (es decir, lo que a menudo se conoce como *outsourcing*), siempre que no se trate de una actividad reservada en exclusiva a las entidades de crédito, ni de una función central de su actividad, como pueden ser, respectivamente, la captación de depósitos del público o la concesión de crédito.

En dicho marco de normas de Pilar 2, este capítulo de la nueva Circular establece los criterios sobre los que las entidades deben fundamentar su proceso de autoevaluación del capital interno y sobre los que elaborar el informe anual de autoevaluación del mismo, que deberán remitir al Banco de España junto con la declaración de recursos propios de cierre del ejercicio. Dicho informe deberá estar integrado por un conjunto de estrategias y procedimientos que permitan evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución tanto de su capital interno como de sus recursos propios que consideren adecuados para cubrir los riesgos y deberá concluir con el establecimiento de un objetivo y estrategia de recursos propios adecuado a los riesgos, y para ello, además de evaluar sus riesgos presentes,

las entidades realizarán escenarios de estrés que identifiquen acontecimientos o cambios en las condiciones de los mercados que puedan afectar negativamente a su solvencia. Para elaborar este informe, que también ha de recoger las políticas y procedimientos de gobierno interno de la entidad, deberán tenerse en cuenta los criterios que el Banco de España proporciona en la *Guía del proceso de autoevaluación del capital de las entidades de crédito* aprobada el pasado 25 de junio y publicada seguidamente en el sitio web del Banco de España.

Finalmente, en este capítulo se dispone que la revisión y la evaluación supervisora del Banco de España se realizarán siguiendo los criterios generales, que se harán públicos mediante otra guía específica del proceso de revisión supervisora, aún no aprobada, que comprenderá, entre otros, aspectos tales como la exposición a los riesgos y su gestión (incluyendo los derivados de las operaciones intragrupo), la medida en que los recursos propios mantenidos con respecto a los activos titulizados son adecuados (teniendo en cuenta el grado de transferencia de riesgos alcanzado y los apoyos implícitos proporcionados en el pasado), la exposición al riesgo de liquidez y su gestión, el modo en que se considera la diversificación para la evaluación global de los riesgos o los resultados de las pruebas de tensión llevadas a cabo por entidades que utilicen métodos internos de cálculo de los requerimientos de recursos propios.

#### 2.4 PILAR 3

El enfoque que ha seguido el Banco de España en el desarrollo en la Circular de las normas de la DRC relativas a la divulgación de información ha venido presidido por el criterio de que, debiendo esta reflejar el perfil de riesgo de las entidades y sus capacidades para medir, controlar y gestionar los riesgos, no está diseñada para satisfacer las necesidades de los supervisores, sino las de los participantes en el mercado. Por otra parte, también se ha considerado que el cumplimiento del marco de Pilar 3 es un requisito importante en orden a la autorización de los modelos internos. Por todo ello, el Banco de España ha llevado a cabo una transposición rigurosa de las disposiciones de la DRC, preocupándose en particular por que la información pueda ser encontrada con facilidad por sus destinatarios.

Así pues, las normas de Pilar 3 están contenidas en el capítulo undécimo, *Obligaciones de información al mercado*. Se determinan en él los contenidos mínimos de un documento denominado «Información con relevancia prudencial», sobre el que se hace girar el funcionamiento de la disciplina de mercado prevista en Basilea II, y se establecen los principios sobre los que debería fundamentarse la política de divulgación de la información de la entidad (frecuencia, lugar de publicación, verificación de la información, etc.).

Aunque el citado documento no requiere de un formato o estructura estandarizada (recordemos que debe tener la flexibilidad suficiente para poder reflejar perfiles de riesgo y sistemas de gestión de riesgos de muy diversa gama, atendiendo al tamaño y complejidad de las entidades), las informaciones previstas deben presentarse de manera integrada, aunque, si alguna de estas se ha publicado por otros medios, la integración requerida puede alcanzarse proporcionando referencias a donde se encuentre publicada la información. Si bien no se requiere de un medio o lugar de publicación específico, se recomienda que el nivel de integración deseado también se preserve mediante el uso consistente de un único medio o lugar.

Por otra parte, en cuanto a la frecuencia de publicación de este documento, deberá realizarse al menos anualmente, al tiempo de la presentación de las cuentas anuales, con el fin de que sea comparable entre entidades. Las entidades, no obstante, habrán de evaluar la necesidad de una frecuencia superior a la anual, para lo cual deberán tener en cuenta, al menos, los criterios mínimos previstos en la Circular: tipo y amplitud de actividades, presencia en diferentes países, implicación en diversos sistemas financieros, participación en mercados financieros y sistemas internacionales de pago, liquidación y compensación, si tiene emitidos valores

admitidos a cotización en más de un mercado regulado de la Unión Europea o, de tenerlo solo en uno, si su volumen es significativo en ese mercado.

## 2.5 OTRAS NORMAS CONTENIDAS EN LA CIRCULAR

Las reglas de *Límites a los grandes riesgos*, contenidas en el capítulo noveno, no son propiamente reglas de Basilea II, ni siquiera de Basilea I, sino ligadas a otros documentos del Comité de Basilea. Tampoco aquí existen novedades significativas derivadas de la DRC, que ha mantenido prácticamente inalterada la regulación comunitaria preexistente a la espera de una ulterior revisión de la misma. No obstante, la Circular presenta algunas novedades con relación a su precedente, la Circular 5/1993. La más significativa de estas novedades la constituye la supresión del límite a las inmovilizaciones materiales, reflejando su previa eliminación en el Real Decreto 216/2008, al tratarse de una limitación que no tenía equivalente en la normativa comunitaria y que, al obedecer a razones históricas que habían dejado de estar sustentadas por la experiencia supervisora reciente, su mantenimiento no tenía ya razón de ser. También se ha aprovechado para incluir algunas mejoras técnicas con relación a la Circular 5/1993 mediante la introducción de algunas reglas específicas para el tratamiento de las posiciones de titulización y de las exposiciones frente a instituciones de inversión colectiva.

Por último, cabe señalar brevemente que en el capítulo duodécimo, *Otras normas*, se incluyen, con pequeñas variaciones, normas ya existentes en la Circular 5/1993. Tal es el caso de las reglas sobre aplicación de los resultados en caso de incumplimiento de las normas de solvencia, o las correspondientes a la autorización y comunicación de los créditos concedidos a cargos de administración de las entidades de crédito. Como novedad, se destaca una norma dedicada a cuestiones procedimentales sobre las autorizaciones y solicitudes contempladas en la nueva Circular, incluyendo las relativas a los modelos internos.

## 3 El impacto de la nueva Circular de solvencia en el ámbito de actuación de la supervisión

### 3.1 IDEAS PRELIMINARES

El objetivo de esta tercera sección del artículo es describir el impacto de la nueva norma sobre la supervisión de las entidades de crédito ejercida por el Banco de España. Dicho impacto puede considerarse desde dos perspectivas entrelazadas. La primera es el efecto sobre el tipo de supervisión de la solvencia bancaria, con un aumento de su complejidad y de la necesidad de recursos supervisores. La segunda es la necesidad de asegurar que la norma cumple sus objetivos, es decir, que las exigencias de capital que establece son adecuadas para cubrir los riesgos bancarios, y que asegura la igualdad competitiva para todo tipo de entidades, tanto dentro de un país como entre países.

#### 3.1.1 El tipo de supervisión y los recursos supervisores

Basilea II constituye un paso muy positivo para fortalecer la solvencia y la gestión de riesgos en las entidades de crédito. Incorpora una mayor sensibilidad de los requerimientos mínimos a la naturaleza del riesgo bancario y estimula a las entidades a desarrollar metodologías más sofisticadas y adecuadas a cada una de ellas, y a cada situación. Asimismo, ha supuesto un cambio en la filosofía de la regulación de la solvencia. Por un lado, deja en manos de las entidades una parte de la determinación de sus requerimientos de recursos propios mediante modelos internos avanzados. Por otra, hace que esos requerimientos dependan de decisiones del supervisor en mayor medida que hasta ahora.

Una norma de esta naturaleza es necesariamente difícil de implantar, y tiene un impacto sustancial sobre las entidades y su supervisión. Provoca un aumento de la complejidad de la labor supervisora, con un indudable y continuado impacto sobre los recursos —cuantitativos y cualitativos— con que debe contar el supervisor, tanto en lo que se refiere al personal como en lo relativo a los recursos tecnológicos, metodológicos y organizativos. También implica un aumento de la responsabilidad del supervisor, en la medida en que esas decisiones que impactan sobre el cálculo de los requerimientos mínimos, referidas a la autorización de los modelos avanzados o a la opinión que se vierta sobre el proceso de autoevaluación del capital,

están basadas en elementos cualitativos y discrecionales, aunque en ningún caso arbitrarios.

Por otra parte, hemos visto que la nueva norma presenta un menú de opciones a las entidades para el cálculo de sus requerimientos de recursos propios: enfoques estándar y diversos enfoques avanzados para el cálculo de cada uno de los riesgos del Pilar 1. Esto tiene, al menos, dos impactos. Por un lado, exige una supervisión más a la medida y con gran soporte técnico, con los retos y recursos adicionales que ello supone. Por otro, trae consigo una mayor dificultad para realizar comparaciones entre entidades.

El acento se pone aún más en un tipo de supervisión basada en riesgos y en actuaciones más adaptadas a cada entidad, que en otro basado en el control del cumplimiento de unos requerimientos legales estandarizados y únicos. La supervisión basada en riesgos existe desde hace años en España; la diferencia que trae la nueva norma es el acento en los cálculos internos de las entidades y la mayor necesidad de un diálogo entre estas y el supervisor en relación con los mismos.

### 3.1.2 La necesidad de asegurar que se cumplan los objetivos

Por otra parte, el conjunto de opciones mencionado tiene, al menos, dos objetivos: acomodar las distintas situaciones de las entidades de modo que no todas estén sujetas a un solo modelo supervisor de cálculo de exigencias de recursos propios, y estimular a que estas desarrollen los mejores sistemas de gestión de riesgos. Para conseguir esto último, la norma calibra los requisitos de recursos propios de forma que los sistemas de medición de riesgos más avanzados exijan niveles relativos de recursos propios más sensibles al perfil de riesgos de cada entidad que los modelos más simples. Una consecuencia es que los requerimientos de recursos propios de los modelos avanzados de la nueva norma pueden experimentar una cierta disminución respecto de los de la normativa anterior. Asimismo, la nueva norma revisa el modelo estándar de medición del riesgo de crédito vigente hasta ahora, haciéndolo también algo más sensible al riesgo. Esto puede también implicar reducciones de las exigencias mínimas de recursos propios para aquellas entidades que concentran su negocio en aquellos segmentos mejor tratados (con menor ponderación) que antes: operaciones al por menor, operaciones con garantía hipotecaria o riesgos con empresas con elevado nivel de calidad crediticia.

Es cierto que la introducción de requerimientos de recursos propios por riesgo operacional compensa, en términos generales, la previsible reducción, como también la mitigará la introducción de requisitos más rigurosos para la cobertura del riesgo de la cartera de negociación en el futuro próximo. No obstante, el potencial de la nueva norma para permitir una disminución de los requerimientos mínimos de las entidades sigue siendo causa de preocupación para el supervisor.

Para asegurar que estas reducciones de requerimientos mínimos corresponden al perfil de riesgos, y teniendo en cuenta la complejidad de los cálculos avanzados, la norma incluye suelos a los requerimientos calculados en relación con las exigencias de la normativa anterior. Se trata de una precaución ante la implantación de una norma que no ha sido probada, a pesar de los distintos ejercicios de simulación, cálculo de impacto y recalibración llevados a cabo durante su gestación. En este mismo sentido, Basilea II establece los denominados «cálculos paralelos», es decir, la exigencia a las entidades de que calculen, antes de su entrada en vigor, el impacto de la nueva norma en comparación con la anterior. Aunque ni la DRC ni la normativa española exigen estos cálculos, el Banco de España ha decidido, al igual que gran parte de los países de la UE, realizarlos. Esto ha permitido afinar el cálculo de los requerimientos de las entidades a las que se les ha autorizado el uso de modelos avanzados.

Existe el convencimiento generalizado de que la presión del mercado, agencias de calificación, inversores o analistas, supone un freno a la disminución de las cifras de fondos propios de la mayoría de las entidades. No obstante, los foros internacionales de supervisores siguen revisando esta cuestión. En el Comité de Basilea y en el CEBS existen sendos grupos encargados del seguimiento de los niveles de capital exigidos por Basilea II, cuestión especialmente sensible en estos momentos, dada la situación de crisis financiera. Estas reflexiones y estudios incorporan elementos fundamentales para el futuro de la implementación de la norma que se comenta. Dos de estos elementos son: la búsqueda de modos de mitigar la potencial prociclicidad de Basilea II, haciendo que los requerimientos de capital aumenten en las partes buenas del ciclo y disminuyan en las malas; y la elaboración de guías acerca de las pruebas de tensión que las entidades deben realizar sobre el capital necesario, asegurándose de que los escenarios y las técnicas aplicadas son adecuados, y que las entidades realizan una correcta planificación del capital futuro necesario en función de esas pruebas y previsiones sobre la evolución de sus carteras.

En España existe una especial sensibilidad a estos planteamientos. Así, ya en el Pilar 1 se propugna el cálculo de los parámetros de riesgo con una óptica a largo plazo. No obstante, hay que señalar que un sistema interno complejo de medición de riesgos tiene, asimismo, una compleja interacción con el dinamismo del sistema financiero y los mercados. Esto provoca efectos no deseados e impredecibles. Por ejemplo, el método estándar exige unos requisitos mínimos estables a lo largo del ciclo para una cartera dada; no así el sistema IRB, pues los requisitos aumentan en épocas malas (y viceversa). Esto significa que actualmente, en una situación de crisis, se puede tender a una inversión de la calibración de ambos, de modo que el estándar implique menores requerimientos mínimos que el IRB, lo que se explica porque la calibración del primero se ha realizado en una época de bonanza.

Por otro lado, el objetivo de acercar los requerimientos al riesgo tiene un corolario: la nueva norma se diseña con la visión de adaptarse flexiblemente a la evolución de los riesgos y de los avances en su medición. Actualmente está en marcha un proceso de revisión y actualización de la DRC, producto de las lecciones de la crisis actual, que aconsejan endurecer determinados aspectos desarrollados durante una época de bonanza en la que algunos riesgos pudieron ser subestimados. Estos aspectos incluyen, no sorprendentemente, el tratamiento de las titulizaciones o de las líneas de liquidez a vehículos de inversión.

La complejidad de la norma, la naturaleza cualitativa y —en buena medida— discrecional de las diversas autorizaciones, validaciones y revisiones responsabilidad del supervisor, el menú de opciones que tienen las entidades para medir sus riesgos, junto con la actualización dinámica de la norma, que implica nuevas labores de implantación nacionales, pueden poner en riesgo el segundo gran objetivo de la misma: asegurar un terreno de juego competitivo nivelado para entidades de distintos países.

Este riesgo, junto con la necesidad de validar los enfoques avanzados conjuntamente entre el supervisor de origen y de acogida de los grupos bancarios transnacionales, tiene una sustancial implicación en términos de coordinación internacional entre supervisores. La impulsa y la hace imprescindible.

### 3.1.3 La reacción del Banco de España

La mayoría de las dificultades y desafíos que se han señalado eran conocidos. La larguísima gestación de la nueva norma (Basilea I comienza a revisarse en 1998) tuvo una virtud: un conocimiento previo sin precedentes de la norma en elaboración por parte de reguladores, supervisores y entidades en la mayoría de los países. Esto ha permitido que las partes implicadas pudieran prepararse. El Banco de España no ha sido una excepción.

Al igual que la elaboración de la Circular comienza antes de la aprobación de la DRC, la preparación para la nueva forma de supervisar a las entidades, con un especial acento en los procesos de validación de modelos, se inicia mucho antes de la aprobación de la Circular. El Banco de España comenzó pronto a planificar los trabajos necesarios, diseñando un calendario de trabajo y documentos específicos, allegando los recursos imprescindibles en tiempo y forma, adoptando las decisiones organizativas y metodológicas precisas, y desarrollando una serie de recomendaciones necesarias para llevar a cabo el proceso de implantación de la norma, algunas de las cuales, como las relativas al modelo estándar de riesgo operacional, se han convertido en guías formales. Además, es consciente de las necesidades de recursos futuros.

Asimismo, el Banco ha dado todos los pasos necesarios para asegurar una adecuada implantación de otras áreas de la nueva norma, entre las que destaca el Pilar 2. Aparte de las aportaciones relevantes del Banco en los grupos de trabajo internacionales sobre este tema, ha sido en alguna medida precursor en la emisión de una guía del Pilar 2 que se adapta tanto a las metodologías más avanzadas de determinación del perfil de riesgos de una entidad —y del capital para cubrirlo—, incluyendo el uso de modelos de capital económico, como a las metodología más simples basadas en lo establecido en el Pilar 1.

Finalmente, por mencionar solo los hitos más importantes, el Banco de España ha reforzado la coordinación de su participación en grupos internacionales, orientándola más hacia los temas de implantación de Basilea II, tras una larga época dedicada a su desarrollo. Esto ha permitido, en particular, continuar, en esta nueva etapa, su amplia participación en los grupos que tratan los temas de Basilea II, tanto en el ámbito del Comité de Basilea como en el de la UE, asegurando que las opiniones y experiencias del Banco lleguen a los demás, y que las experiencias de otros y los trabajos de los grupos son conocidos e implantados, en su caso, en el Banco.

Durante el largo proceso de elaboración e implantación de la norma, los supervisores de diversos países han tenido amplia oportunidad de interactuar y aumentar el conocimiento y confianza mutua, cuestión que será vital en el futuro inmediato porque, entre otras cosas, la solución a los desafíos de la nueva norma tiene que ser, en la mayor medida posible, común, internacional, como comunes son las dificultades identificadas y las soluciones halladas.

A continuación se desarrollan algunos de estos temas, centrándose más en los aspectos concretos de impacto de la norma. Para ello, primero se describe el impacto de algunas de las normas nuevas y, luego, se mencionan otros elementos que influyen sobre la labor de la supervisión en este nuevo mundo de Basilea II.

### 3.2 ÁREAS DE MAYOR IMPACTO DE LA NUEVA REGULACIÓN EN EL EJERCICIO DE LA FUNCIÓN SUPERVISORA

#### 3.2.1 Validación de modelos IRB

Varias son las áreas de impacto. A continuación se tratan dos con mayor profundidad: la validación de modelos avanzados y el Pilar 2. Luego se presentan someramente otras normas con impacto importante.

El proceso de validación de los modelos avanzados IRB y AMA tuvo un arranque temprano: se inició a partir de la publicación del Acuerdo de Basilea II en junio de 2004. El Banco de España se dotó de los recursos, metodología y organización necesarios, creó equipos de inspección específicos para la validación de modelos avanzados y publicó la documentación y guías necesarias para orientar el proceso, incluyendo una hoja de ruta para tres años. Estas guías se han seguido desarrollando, en paralelo con los trabajos de los grupos internacionales al respecto, a lo largo de todo este tiempo.

En efecto, uno de los cambios organizativos importantes para el Banco fue la creación de equipos mixtos de validación, es decir, equipos compuestos por personal encargado de supervisión directa de cada entidad, junto con personal especializado en modelos de medición de riesgos. Este personal especializado actúa de forma horizontal, o transversal, dando soporte y colaborando con los distintos grupos de inspección de las entidades, asegurando los recursos técnicos y la consistencia de los criterios metodológicos y procesos de validación.

Estos equipos mixtos han sido determinantes en el proceso de validación y autorización de modelos y lo serán, tanto o más, para identificar y hacer frente a desafíos futuros. Además, han participado intensamente en la coordinación de los procesos de validación con los supervisores de las entidades de crédito filiales de los grupos bancarios españoles (supervisores de acogida).

El largo y complejo proceso de validación culmina en junio de 2008 con la autorización inicial de los modelos de siete grupos de entidades españolas (incluyendo algunas de sus filiales en el extranjero). Estos siete grupos comprenden una veintena de entidades individuales y un centenar de modelos que se sometieron a aprobación. La Circular permite que los bancos que tengan modelos autorizados que abarquen una parte sustancial de sus carteras puedan usarlos para calcular los requerimientos de las mismas, utilizando el método estándar para el resto, hasta que, a la conclusión de un período de transición (denominado comúnmente de implantación sucesiva o *roll-out*), y cumplidos los requisitos, puedan utilizar modelos avanzados para esas carteras rezagadas. Pues bien, al final de ese período de transición se habrán autorizado unos 350 modelos de unas 50 entidades individuales pertenecientes a los grupos bancarios mencionados.

Tras un gran esfuerzo supervisor, la hoja de ruta propuesta se ha venido cumpliendo razonablemente bien, enmarcando el proceso de validación en parámetros de calidad, exigencia y adecuado equilibrio entre flexibilidad y conservadurismo.

Dadas las estrictas condiciones para la autorización de estos modelos, en España, como en el resto de los países que han implantado Basilea II, las autorizaciones han sido condicionadas, es decir, sometidas a requisitos adicionales encaminados a asegurar que se solucionan las debilidades (no fundamentales) de los modelos.

La finalización de esta primera etapa de la validación no significa que el trabajo ha concluido en este campo. Aparte del seguimiento del cumplimiento de las condiciones impuestas a los modelos autorizados, y la vigilancia de la incorporación de los modelos en transición (*roll-out*), hay dos aspectos que marcan el trabajo futuro.

El primero de ellos es la autorización de los modelos de nuevas entidades. La norma establece la forma de solicitar la autorización de modelos, mediante una petición prerrogativa de las entidades, que no constituye una obligación. Es cierto que la nueva regulación trata de estimular el uso de modelos avanzados. No es menos cierto que entiende que no son apropiados para todas las entidades, sino que, precisamente, la existencia del repetido menú de opciones tiene la finalidad de acomodar distintas situaciones, y momentos diferentes. No es lo mismo implantar modelos en una u otra parte del ciclo económico.

Por otro lado, las lecciones aprendidas con el primer conjunto de autorizaciones y los más de tres años de trabajo invertidos en ello enseñan que el proceso ha sido de gran calidad, pero que no puede repetirse ni en duración ni en intensidad. En el futuro, los procesos de validación tendrán una duración sustancialmente menor que hasta ahora. Como es habitual —y así se

incluye en las guías europeas de validación al tratar el tema de la denominada «prevalidación» —, antes de presentar una solicitud formal las entidades deberían mantener contactos con el supervisor que permitan evaluar la situación real de los modelos y la razonabilidad de los planteamientos que se proponen. En particular, los modelos presentados tendrán que estar siendo efectivamente utilizados y deberán tener unos niveles de calidad y de control adecuados y contrastados en todos sus aspectos.

El Banco de España mantendrá sustancialmente inalterada la metodología utilizada hasta ahora en los procesos de validación. En particular, esta labor se llevará a cabo por equipos de validación que mantendrán la estructura mixta antes señalada. Asimismo, para facilitar el conocimiento de los principales criterios de validación aplicables, el Banco de España seguirá trabajando en la emisión y actualización de guías o documentos específicos y los publicará en su página en la red.

En este sentido, es interesante destacar las conclusiones de una reciente misión conjunta del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial a España para valorar la implantación de Basilea II. El origen de la misma es que estos dos organismos internacionales han decidido incluir la valoración de la implantación de Basilea II en los distintos países que la hayan implementado como parte de su programa FSAP<sup>4</sup> general. Para ello han desarrollado unas guías internas que debían probar sobre el terreno. España fue uno de los cuatro países que se presentó voluntario para ser objeto de esa prueba piloto. El informe consecuencia de la misión, redactado tras numerosas reuniones de trabajo en el Banco y con distintas entidades inmersas en el proceso de autorización, refuerza las conclusiones y enseñanzas obtenidas por el Banco del proceso descrito antes. Es decir, ha sido un proceso riguroso y de alta calidad, pero con una duración e intensidad insostenible en adelante.

El segundo aspecto que muestra que el trabajo de validación está en sus comienzos es la labor de mantenimiento del sistema. Este aspecto tiene varias dimensiones, entre las que destacan dos. La primera de ellas, intensiva en recursos, es asegurar que los requisitos que permitieron la autorización inicial se siguen cumpliendo de forma continuada en las entidades.

La segunda es asegurar que la calidad de los cálculos se mantiene. Esto no es lo mismo que lo anterior. Los requisitos de capital que surgen de los modelos son muy sensibles a las modificaciones de los parámetros utilizados. Esto es, una entidad puede seguir cumpliendo todos los requisitos, pero realizar cambios fundamentales en algún aspecto específico del modelo que produzca modificaciones de los requerimientos mínimos. Este es un desafío con el que se enfrenta la mayoría de los países, hasta el punto de que algunos han bloqueado los cambios de la estimación de determinados parámetros de riesgos, mientras que otros exigen una autorización adicional para realizarlos. La vigilancia de esto puede y debe realizarse a distancia e in situ, y no es algo sencillo ni inmediato.

Por último, cabe mencionar el tema de la interacción con los supervisores de otros países: además del trabajo en los grupos internacionales que desarrollan las guías de validación, los procesos de validación se han hecho en cercana cooperación con los supervisores de los países donde los bancos autorizados tienen filiales importantes. Volveremos sobre esto al analizar el impacto de la nueva normativa para el trabajo internacional del Banco de España.

Con alguna matización, todo lo dicho en este epígrafe es aplicable a la validación de modelos de riesgo de crédito (IRB), de mercado y operacional (AMA). No obstante, en el caso de este

---

4. Programa de evaluación del sector financiero, por sus siglas en inglés (*Financial Sector Assessment Program*).

último el proceso de validación es especialmente complejo, porque la norma contiene una metodología más abierta y hay escasa experiencia, de entidades y supervisores, en su medición.

Por otra parte, y ya fuera del ámbito de la validación de modelos avanzados, el método estándar de medición del riesgo operacional no requiere autorización previa, pero sí el cumplimiento de determinados requisitos por parte de las entidades que lo apliquen, que se revisarán a posteriori. Con la finalidad de dar seguridad a las mismas de cómo revisará el Banco el cumplimiento de estos, y para facilitar la labor supervisora, el 3 de septiembre de 2008 el Banco aprobó una guía sobre la aplicación de este método.

### 3.2.2 Pilar 2

La revisión supervisora, o Pilar 2, tiene la finalidad de que las entidades mejoren la gestión, medición y cobertura de sus riesgos mediante un proceso de autoevaluación del capital. Dicho proceso debe tener en cuenta todos los riesgos con que se enfrenta la entidad, estén estos cubiertos en el Pilar 1 o no. Una vez determinado su perfil de riesgos, la entidad debe determinar el nivel de capital necesario para cubrirlo más allá de lo exigido por el Pilar 1, que constituye un mínimo legal de recursos propios que debe mantener. El supervisor, por su parte, debe revisar la adecuación de este proceso y asegurarse de que se cumplen los requisitos mínimos, tanto cualitativos (gobierno interno, gestión de riesgos) como cuantitativos (medición de los riesgos y del capital interno necesario). Esta revisión llevará a un diálogo con la entidad acerca de sus procesos y cálculos, pero no a una réplica, validación o autorización de los mismos.

La naturaleza del capital calculado internamente por cada entidad de crédito al realizar su autoevaluación no es idéntica a la de los requerimientos mínimos. Se trata de un capital que la entidad estima que debe tener, dados sus riesgos materiales actuales y teniendo en cuenta una perspectiva dinámica, que incluye la realización de pruebas de tensión y la planificación futura del capital. No es directamente una exigencia adicional de recursos propios. No obstante, existe una expectativa por parte del supervisor de que la entidad tendrá efectivamente el capital que estima necesario para su actividad, presente y futura, en épocas normales y en épocas difíciles. Además, el Banco tiene la facultad de obligar a las entidades, caso a caso, a mantener recursos propios adicionales a los mínimos del Pilar 1 si determina que los sistemas y fondos propios mantenidos no garantizan una gestión y coberturas sólidas de los riesgos.

El Banco de España ha decidido que, para cumplir con la revisión supervisora, todas las entidades de crédito deberán elaborar un informe anual de autoevaluación de su capital (IAC). Para ello ha elaborado una guía basada en el principio de proporcionalidad, es decir, con exigencias apropiadas a los distintos niveles de sofisticación de los procedimientos de las entidades, que incluye una serie de opciones simplificadas para los riesgos que no gozan de una metodología supervisora de medición o de un estándar de general aceptación, tal como el riesgo de concentración, el riesgo de interés o el riesgo de reputación, sin por ello reducir los estímulos para que las entidades avancen hacia formulaciones más sofisticadas.

Además, también en el ámbito general del Pilar 2, el Banco está actualizando, entre otras cosas, una metodología interna de revisión supervisora, y desarrollando modelos propios de medición del riesgo de interés, guías sobre el riesgo de liquidez y estudios sobre pruebas de tensión.

El impacto de la revisión supervisora en el ámbito de trabajo de la supervisión es, por tanto, variado. En los trabajos de seguimiento surge una nueva tarea específica: el análisis del infor-

me de adecuación del capital citado; y en las inspecciones in situ será necesario revisar el proceso de autoevaluación del capital de las entidades.

Por otro lado, se puede entender que la revisión supervisora es novedosa, pero no supone tanto una ruptura con la situación anterior —la supervisión del Banco de España está basada en riesgos desde hace años— como una actualización y formalización de aspectos de la misma. Para las entidades supone una serie de obligaciones adicionales (incluyendo el IAC), pero en lo fundamental tampoco supone mucho más de lo que ya se les exige desde la supervisión, excepto, de nuevo, por la mayor formalidad de esas exigencias. Y esa mayor formalización es la que exigirá trabajo de la supervisión en la adaptación de los desarrollos metodológicos, ya que el proceso de revisión de capital ha de encuadrarse conceptualmente en la actual metodología de supervisión basada en riesgos, denominada «supervisión de la actividad bancaria bajo enfoque riesgo» (SABER).

### 3.2.3 Otras normas con impacto importante

#### a. Ámbito de aplicación de la norma

Como se ha visto, aunque no hay grandes novedades en el ámbito de aplicación de la norma, en su conjunción con los requerimientos generales sí aparecen diferencias importantes. La principal novedad es el cumplimiento de los requerimientos a nivel individual para todas las entidades de crédito, incluyendo a las matrices de grupos bancarios.

Las implicaciones de esta modificación son, básicamente, dos. La primera es que aumenta —por la inclusión de las matrices— el número de entidades para las que hay que vigilar el cumplimiento de los requerimientos. Este no es un mero incremento numérico, sino un cambio más profundo por la posición de la matriz en el grupo y las peculiaridades del cálculo de sus requerimientos comparados con los de una entidad filial o una entidad no integrada en un grupo. En efecto, se han debido plantear cuestiones tan relevantes como el tratamiento de las participaciones accionariales de la matriz en las entidades de su grupo o el tratamiento de la concentración de riesgos con sus filiales financieras.

La segunda es la discrecionalidad que se otorga al Banco para poder eximir, previo cumplimiento de unos requisitos, a determinadas matrices (y filiales) del cumplimiento individual.

#### b. Evaluación de garantías

La existencia de garantías frente a los riesgos que tienen las entidades, si son admisibles por la norma de solvencia y el supervisor, tiene un importante impacto sobre los requerimientos de recursos propios. La evaluación de las mismas es, por tanto, esencial. En la normativa anterior existía un sistema simple de admisión de garantías: las personales eran aceptables si eran plenas e incondicionales, y en las hipotecarias se exigía buena calidad. El impacto sobre el cálculo de los recursos propios era también simple.

La nueva normativa implanta un sistema que, siendo más sensible al riesgo y a la calidad de las garantías, es también más complejo que la regulación anterior. Así, en las garantías reales es más difícil juzgar si los activos son válidos y en las personales es más difícil valorar la idoneidad de los garantes. Asimismo, el nuevo tratamiento de las garantías implica la necesidad de revisar el cumplimiento de un conjunto elevado de requisitos cualitativos de admisibilidad, como se ha señalado al describir las técnicas de reducción de riesgos de la nueva normativa. También es más compleja la revisión de sus efectos sobre el cálculo de los recursos propios. Esta evaluación requerirá consumos adicionales de tiempo en las inspecciones in situ y un mayor uso del juicio experto.

#### c. Titulizaciones

La normativa anterior no contenía un tratamiento explícito de las titulizaciones. La actual cubre esta laguna con un tratamiento específico y detallado, que implica la necesidad de valorar si existe transferencia significativa de riesgos y, por tanto, si es aplicable el método de las tituli-

zaciones para el cálculo de los recursos propios, y la necesidad de valorar aspectos adicionales a las propias condiciones de la titulización: apoyos implícitos, *cherry picking*, adecuada cobertura contable de los costes asociados, etc.

En esta norma, de nuevo, la revisión en las inspecciones in situ será más compleja y, aunque no existe un control previo de estas titulizaciones, de hecho, será frecuente que se sometan a una valoración previa por el Banco de España.

d. Gobierno interno

La normativa antigua no incluía explícitamente obligaciones de gobierno interno. La nueva impone estas obligaciones en cuatro ámbitos: obligaciones generales de gobierno interno; obligaciones específicas de gobierno interno asociadas al cálculo de los RRPP por los diferentes riesgos, especialmente en enfoques avanzados; obligaciones en el ámbito de la propia autoevaluación del capital; y obligaciones de transparencia sobre gobierno interno (Pilar 3). Además, se establece un nuevo tipo infractor: las deficiencias de control interno y gestión de riesgos.

Aunque el análisis del gobierno interno siempre ha sido objeto de interés supervisor por su influencia en el perfil de riesgos, la existencia de obligaciones específicas, junto con un nuevo tipo infractor, hará que requiera mayor atención.

e. Pilar 3

En cumplimiento de esta nueva obligación de información al mercado para facilitar su función disciplinaria, las entidades deben publicar anualmente un «Informe con relevancia prudencial», que incluye información cuantitativa y cualitativa sobre recursos propios y riesgos.

En el contexto actual de demanda a las entidades de transparencia y datos completos y de calidad sobre sus riesgos, el papel de los supervisores en la revisión del Informe puede ser mayor que el inicialmente previsto. Además, este es otro de los aspectos sometidos a revisión desde que comenzó la crisis.

El Pilar 3 es un instrumento de transparencia de las entidades hacia el mercado. Esto significa, en particular, que el supervisor normalmente no emitirá guías de Pilar 3, a diferencia de lo que sucede con el Pilar 2, aparte de que la norma es suficientemente detallada en este tema. No obstante, en algunos casos las entidades, a través de sus asociaciones o federaciones, han elaborado determinadas guías que el supervisor puede comentar. Pero la responsabilidad de asegurar una aplicación consistente de la transparencia dentro de un país y entre países recae en mayor medida en las propias entidades.

El supervisor, por su parte, debe vigilar que las entidades tengan procesos adecuados para asegurar la calidad de la información proporcionada y el cumplimiento de todos los extremos de la norma. Asimismo, como es habitual con toda información relevante publicada por las entidades de crédito, el supervisor la conocerá y, en su caso, detectará las posibles insuficiencias.

f. Estados de recursos propios

Los estados de recursos propios son otro elemento de la Circular que, aunque no tiene reflejo en la DRP, se basa en los trabajos del CEBS para diseñar estados de recursos propios similares en todos los países de la UE (los denominados COREP).

De los ocho estados de la Circular anterior, se pasa a los veintitrés (de mayor complejidad) de esta, si bien no todas las entidades vendrán obligadas a presentarlos todos, pues ello depende de los modelos utilizados para la medición de los riesgos. Para la supervisión esto implica que mejora la información periódica disponible, que hay que adaptarse a cambios en

la concepción de los estados, que pasan de un sistema de diseño propio nacional a otro de acuerdos europeos y que se hace más compleja su interpretación.

Así, el seguimiento del coeficiente de solvencia de las entidades consumirá más recursos supervisores y la comprobación in situ de la calidad de la información rendida se hace más costosa.

### 3.3 OTRAS IMPLICACIONES DE LA CIRCULAR

#### 3.3.1 Cooperación internacional

La elaboración del Acuerdo de Basilea II ha sido un esfuerzo internacional, tanto por parte de los supervisores como por parte de las entidades y otros agentes interesados. La implantación y vigilancia del funcionamiento del mismo está siendo también una labor internacional, buscando la coherencia en las decisiones adoptadas en los distintos países.

Ello ha supuesto un fuerte incremento en las relaciones, especialmente técnicas, con otros supervisores, tanto en la participación en grupos de trabajo y foros internacionales como en los procesos de validación de modelos o revisión del Pilar 2.

En el ámbito de la UE, la norma exige una cooperación reforzada entre supervisores para la validación de modelos avanzados (artículo 129.2 de la DRC). Los grupos de entidades de crédito con filiales en países de la UE solo tienen que presentar, a su supervisor de origen, una solicitud de autorización para la utilización de modelos avanzados para el grupo, la matriz y cada una de las filiales, nacionales o extranjeras. La resolución de esta solicitud será también única para todos los niveles del grupo, y la emitirá el supervisor de origen tras validarla con todos los supervisores de acogida.

Como supervisor de origen, el Banco de España ha desarrollado una intensa cooperación y coordinación de la validación de modelos avanzados con Reino Unido (ya materializada en una autorización a una filial) y Portugal (en proceso de transición hacia modelos avanzados); en el futuro próximo, esta cooperación incluirá también, entre otros, a los supervisores de Alemania, Italia, Polonia y Noruega.

Como supervisor de acogida, el Banco ha colaborado en la validación de los grupos bancarios, con filiales en España, de una serie de países, entre los que se encuentran Francia, Bélgica, Reino Unido, Holanda, Luxemburgo y Alemania.

Fuera de la UE, desde 2004 el Banco ha seguido una estrategia activa para impulsar la implantación efectiva de Basilea II, extender sus estándares de trabajo y economizar recursos supervisores y de las entidades. Fruto de esta labor, hasta el momento se ha llegado a acuerdos de validación de modelos avanzados con México y Perú. En el futuro se añadirán Estados Unidos, Chile, Colombia, Brasil, Puerto Rico y otros países con los que se coopera activamente en función de la presencia de las entidades españolas en ellos y la situación de la normativa local en relación con la implantación de Basilea II.

Finalmente, tras una activa e intensa participación del Banco de España en la elaboración del Acuerdo de Basilea II (recuérdese que el Banco presidía el Comité en el momento de la aprobación), la participación en el grupo que el Comité tiene establecido para la implantación de Basilea II (presidido hoy también por el Banco de España), en sus subgrupos y en aquellos otros dedicados a la revisión de Basilea II ha seguido la misma senda. Por otra parte, en el proceso paralelo, pero cualitativamente distinto, de la UE, el Banco también despliega una importante labor de participación en los trabajos en curso, y de contribución a los mismos, entre los que destacan los dedicados a la búsqueda de coherencia entre supervisores en la implantación de la DRC y, en particular, en las redes de supervisores para el seguimiento de los grandes grupos bancarios paneuropeos.

Otra de las novedades de la nueva normativa de solvencia, en este caso con rango de Ley, es la habilitación que se da al Banco de España para emitir recomendaciones o guías que desarrollen la Circular.

Asimismo, esta atribución formaliza la capacidad del Banco para implantar los criterios y acuerdos alcanzados en los grupos y comités internacionales sobre diversos aspectos supervisores.

En este sentido, en la página de Internet del Banco de España hay una sección específica dedicada a la validación de modelos, cuyo contenido es el siguiente:

- Documento inicial de junio 2006 con la aproximación del Banco de España a la implantación de Basilea II, la validación de *modelos del Pilar 1* y la cooperación supervisora.
- Paquetes de información necesaria para que las entidades puedan llevar a cabo los procesos de validación de los modelos para riesgos del Pilar 1.
- Documentos de criterios técnicos del Banco de España sobre aspectos críticos y específicos de la validación que las entidades deben tener en cuenta.
- Orientaciones sobre otros aspectos relacionados y actualización de documentos.

Asimismo, el Banco ha emitido formalmente hasta el momento dos guías de acuerdo con la habilitación que se comenta. La primera de ellas es sobre el Pilar 2: la guía de autoevaluación del capital. La segunda, ya comentada, se refiere a la utilización del método estándar de riesgo operacional. Finalmente, se están repasando las guías del CEBS para eventualmente adoptarlas, tras su traducción, como guías del Banco en los casos en que no se opte por la elaboración de una guía propia que cumpla con las del CEBS.

Como hemos venido diciendo, tres son las principales áreas donde hay un mayor impacto en términos de recursos de la supervisión a raíz de la nueva norma.

La primera se refiere directamente a la supervisión de las entidades y comprende la autorización de modelos y su seguimiento posterior, la revisión de las exigencias del Pilar 1 en general, y la revisión supervisora del Pilar 2. La segunda está relacionada con el desarrollo de criterios internos, guías y metodología supervisora. La última es la mayor actividad de los grupos internacionales de supervisores en esta materia.

Estas áreas tienen un impacto directo en los recursos, que se ha abordado y sigue abordándose, y un impacto sobre la formación del personal. En relación con esto último, en España, como en el resto de los países de nuestro entorno, existe la necesidad de la formación continuada de los inspectores, la formación general sobre la nueva Circular, la introducción de la formación especializada y otras áreas adicionales en los programas anuales de formación. Además, en la UE se ha decidido que los supervisores compartan estos esfuerzos formativos, con la finalidad de avanzar hacia una cultura supervisora europea común.

#### **4 Medidas correctivas aplicables y procedimientos administrativos**

Finalmente, con la nueva normativa, se establecen varias medidas correctivas nuevas a disposición del Banco de España. Estas incluyen planes de retorno al cumplimiento en el área de la revisión supervisora y el gobierno interno de las entidades; la exigencia de recursos propios adicionales, procedimientos, mecanismos y estrategias, o políticas específicas (provisiones,

capital, reducción riesgo inherente); y la atribución de restringir negocios, operaciones, o extensión de la red.

## 5 Conclusión

En suma, la Circular 3/2008, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, constituye una normativa de notable extensión y complejidad técnica, fiel reflejo de las características de la regulación que transpone (la DRC y el Acuerdo de Basilea II), e indudablemente va a representar —está representando ya— para las entidades de crédito retos considerables de implantación en muy diversos ámbitos. Pero, como hemos comentado, el supervisor también se está viendo confrontado con retos de no inferior calibre en una gran diversidad de áreas. La clave para superar estos retos con eficacia se encuentra, sin duda, en haberlos encarado de manera temprana, mucho antes de las transposiciones de la DRC y de Basilea II al ordenamiento jurídico español.

## BIBLIOGRAFÍA

- (1985). *Ley 13/1985*, de 25 de mayo (BOE de 28). Coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.
- (2008). *Real Decreto 216/2008*, de 15 de febrero (BOE de 16). Recursos propios de las entidades financieras.
- BANCO DE ESPAÑA (2008). *Circular 3/2008, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos*, mayo.
- (2006). *Implantación y validación de enfoques avanzados de Basilea II en España*, junio.
  - (2008). *Guía del proceso de autoevaluación del capital de las entidades de crédito (PAC)*, junio.
  - (2008). *Guía para la aplicación del método estándar en la determinación de los recursos propios por riesgo operacional*, septiembre.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2004). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, junio.
- (2005). *The Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects*, julio.
- PARLAMENTO EUROPEO Y CONSEJO (2006). *Directiva 2006/48/CE*, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), junio.
- (2006). *Directiva 2006/49/CE*, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición), junio.



ESTRATEGIAS DE EXPANSIÓN DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS.  
UNA PRIMERA APROXIMACIÓN DESCRIPTIVA

Javier Delgado, Jesús Saurina y Robert Townsend (\*)

(\*) Javier Delgado y Jesús Saurina pertenecen a la Dirección General de Regulación del Banco de España. Robert Townsend pertenece al Massachusetts Institute of Technology (MIT). Los autores agradecen los comentarios de X. Freixas a una versión previa de este trabajo. Los errores que puedan subsistir son de la exclusiva responsabilidad de sus autores. Este artículo no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## Estrategias de expansión de las entidades de depósito españolas. Una primera aproximación descriptiva

### 1 Introducción

El objetivo de este trabajo es llevar a cabo un análisis descriptivo del proceso de expansión geográfica de las entidades de depósito españolas (bancos, cajas y cooperativas de crédito), incidiendo en los diferentes modelos de expansión que se han utilizado. Además, el análisis se complementa con una dimensión adicional, estudiando la composición del negocio en la zona tradicional de actuación de las entidades y en la zona de expansión.

El trabajo no pretende desarrollar un modelo teórico de expansión geográfica de las entidades<sup>1</sup>, ni estimar un modelo empírico<sup>2</sup> de los determinantes de dicha expansión. Este ejercicio busca solo poner de manifiesto las diferentes estrategias de negocio en relación con el territorio que han desarrollado las entidades de depósito en el último cuarto de siglo y si, además, dichas estrategias se combinan o no con un cambio en la estructura de dicho negocio.

Durante el período de tiempo analizado, el sistema financiero español ha experimentado una transformación muy notable. A principios de la década de los ochenta del siglo pasado, y a pesar de que el proceso de liberalización del sistema financiero español llevaba una década en marcha, las entidades no podían fijar libremente los tipos de interés de una parte significativa de sus depósitos (cuentas a la vista del cliente minorista), existían coeficientes de inversión obligatoria elevados, con una remuneración por debajo del tipo de interés de mercado, y, de manera muy significativa, las cajas de ahorros no podían abrir oficinas fuera de su territorio de origen. En definitiva, las entidades tenían limitada una parte de sus decisiones de precio, de cantidad y de capacidad productiva<sup>3</sup>.

A finales de la década de los ochenta los tipos de interés de todas las operaciones activas y pasivas quedaron definitivamente liberalizados y, desde finales de 1988, las cajas de ahorros pudieron abrir oficinas en el conjunto del territorio español. La regulación bancaria estructural había desaparecido casi en su totalidad (quedaban solo algunas restricciones cuantitativas ligadas al coeficiente de caja), dando paso a la regulación bancaria moderna, basada en la normativa prudencial (requisitos de entrada y salida en el negocio bancario, énfasis en el control de riesgos y en la correcta valoración de los activos y la exigencia de un capital mínimo acorde con el diferente nivel de riesgo del activo).

El cambio del marco regulatorio propició una revisión profunda de las estrategias de negocio bancario. Por un lado, a las cajas de ahorros se les abría la posibilidad de diversificar su actividad de concesión de crédito y de captación de depósitos en el conjunto del país, mientras que a los bancos nacionales les aparecían potenciales competidores en el modelo de negocio desarrollado hasta entonces. Además, los bancos regionales tenían que reevaluar su estrategia a la luz de las nuevas posibilidades.

La respuesta de las entidades al nuevo entorno no se hizo esperar, iniciándose un proceso de fusiones bancarias: entre bancos nacionales y, en mayor medida, entre cajas de ahorros de la

---

1. Modelos teóricos que analizan el número de establecimientos que desea tener una empresa y su localización geográfica se encuentran en los trabajos de Hotelling (1929), Salop (1979) y Waterson (1993). 2. En cuanto a los modelos empíricos de determinantes de la entrada en un mercado, entre otros, destacan los trabajos de Lanzillotti y Saving (1969), Bresnahan y Reiss (1991), Cotterill y Haller (1992), Fuentelsaz y Salas (1994), Fuentelsaz, Gómez y Polo (2002), de Juan (2003), Cohen y Mazzeo (2005), Toivanen y Waterson (2005), Dick (2006) y Holmes (2008). Algunos de estos trabajos son específicos sobre oficinas bancarias, mientras que otros analizan la expansión a través de la apertura de establecimientos en otros segmentos de negocio (supermercados, restaurantes, profesionales, etc.). 3. Un análisis del proceso de liberalización del sistema bancario español puede verse en Salas y Saurina (2003).

misma región. Así, los bancos nacionales reforzaron su presencia a nivel del conjunto del territorio, mientras que las cajas ganaban dimensión y fortaleza en su mercado local, lo que, a su vez, las colocaba en la posición de salida para el proceso de expansión territorial fuera de su área tradicional de influencia.

La evidencia disponible no muestra una relación consistente entre el tamaño de una entidad y su rentabilidad<sup>4</sup>. Es decir, hay entidades pequeñas muy rentables y entidades de elevado tamaño que ofrecen a sus propietarios una rentabilidad menor. Dichas entidades pequeñas pueden estar especializadas en un tipo de negocio o, lo más habitual, operar en un área geográfica reducida proveyendo de servicios bancarios a las familias y a las empresas que viven y desarrollan su actividad en dicha área geográfica. Las entidades de elevado tamaño suelen tener una presencia en el conjunto de un país o, en el caso de los bancos internacionalmente activos, en varios o numerosos países. Por ello, son perfectamente compatibles estrategias bancarias destinadas a permanecer en un territorio (sin expansión geográfica) con estrategias de crecimiento del tamaño de la entidad apoyadas en una expansión geográfica.

El negocio de banca minorista requiere la presencia física en el territorio a través de oficinas bancarias. Es evidente que el desarrollo tecnológico permite, cada vez más, la realización de actividades bancarias a distancia, sin presencia física (captación de depósitos telefónica o por Internet, concesión de créditos mediante sistemas automáticos de valoración del riesgo, etc.), y que dichas actividades han aumentado en el mercado bancario español de forma significativa en los últimos años<sup>5</sup>. Sin embargo, una parte significativa de los clientes bancarios valora la proximidad de la entidad a través de su presencia física. Además, el grado de transparencia de las empresas es un factor clave para la aplicación de los procesos de valoración del riesgo automatizados. Cuanto mayor es la opacidad del prestatario, mayor es el valor que se obtiene del análisis y del conocimiento próximo de dicho cliente. Finalmente, la proximidad física al cliente permite intensificar la relación bancaria, lo que permite al banco conocer mejor las necesidades de sus clientes y, por tanto, ofrecerles los productos y servicios que mejor satisfacen dichas necesidades.

Por ello, tiene sentido analizar las estrategias de expansión de las entidades de depósito en el territorio a través de oficinas bancarias. Dichas oficinas desempeñan un papel clave en el proceso de producción del *output* bancario<sup>6</sup>. Lógicamente, las decisiones de apertura y cierre de oficinas están relacionadas con la demanda (tanto potencial como real) de servicios bancarios que existe en un territorio y con las características de dicho territorio. Un aumento (disminución) de la población (individuos y empresas) en un área geográfica estimula la demanda de servicios bancarios y atrae (repele) a nuevas entidades a dicho mercado. La densidad de población, esto es, la mayor o menor dispersión de la población en un territorio afecta también a las estrategias de apertura de oficinas. Finalmente, el ciclo económico y la evolución de la actividad determinan también la mayor o menor expansión de las entidades. En fases recesivas, el incentivo a expandir la red de oficinas es menor que en las fases expansivas, en las que la confianza sobre la capacidad de generación de flujos de caja es mucho mayor.

En el diseño de las estrategias de negocio bancarias también tienen un elevado peso los comportamientos de los competidores. Una entidad regional que observa que otra de su misma región emprende un proceso de expansión fuera de su territorio deberá valorar si su res-

---

4. Así, en el último año la correlación simple entre el tamaño de las entidades de depósito españolas, medido por su activo total, y la rentabilidad de los recursos propios (ROE) es de 0,26. 5. Véase Berger y De Young (2006) para el caso estadounidense. Jiménez, Salas y Saurina (2008) contiene información sobre el aumento de la distancia operativa para el caso español. 6. El papel estratégico de las oficinas bancarias puede verse en Fuentelsaz y Salas (1994) y en Barros (1995), entre otros.

puesta es profundizar en el mercado local, aprovechando que su competidor debe dedicar más esfuerzo a la realización y seguimiento de la expansión, o, por el contrario, para evitar una pérdida relativa de tamaño, tiene ella, a su vez, que entrar en un proceso de expansión. Otra situación competitiva que requiere una respuesta estratégica en términos territoriales se produce cuando una entidad de una región próxima penetra en el mercado local. La respuesta de la entidad local puede ser, de nuevo, intensificar las relaciones con sus clientes tradicionales o, por el contrario, entrar a competir con la entidad entrante en su propio mercado regional mediante la apertura de oficinas en dicha región.

La apertura de oficinas en una nueva área geográfica ofrece diferentes oportunidades estratégicas de negocio a las entidades. La entidad puede querer mantener la composición del negocio que venía desarrollando en su zona tradicional. Así, puede mantener la relación crédito/depósitos y la composición de la cartera crediticia (crédito hipotecario a familias, crédito al consumo y crédito a empresas). Alternativamente, la entidad puede buscar una diferente estructura de negocio, más volcada en la inversión crediticia y entrando en la financiación de los negocios que más están creciendo en la zona de expansión.

La combinación de la respuesta de las entidades a las políticas de sus competidores, las estrategias de diversificación geográfica y por producto, la importancia de la oficina y la presencia en el territorio, la distinta evolución económica de los diferentes territorios y, finalmente, los cambios en el marco regulatorio constituyen el entorno en el que las entidades tienen que formular sus estrategias bancarias. En este trabajo vamos a describir el proceso de expansión de oficinas en España, su interrelación con la evolución económica y demográfica de las diferentes provincias, y las distintas opciones estratégicas que han desarrollado las entidades.

## **2 Evolución del número de oficinas bancarias**

El gráfico 1 muestra la evolución del número de oficinas bancarias de las entidades de depósito españolas desde 1984 a 2007. Se observa que dichas oficinas han crecido un 50% en casi un cuarto de siglo, pasando de 30.000 en 1984 a 45.000 en 2007. No obstante, la tasa de variación interanual (en el mismo gráfico) pone de manifiesto que el proceso no ha sido lineal y homogéneo, sino que ha habido fases de crecimiento elevado de dichas oficinas (finales de la década de los ochenta, mediados de la década de los noventa, buena parte de la presente década), coincidiendo, en general, con períodos expansivos de la economía española; que han convivido con períodos de desaceleración —e incluso disminución— de oficinas, coincidiendo con los intensos procesos de fusiones de cajas a principios de la década de los noventa y con las grandes fusiones bancarias de finales de los noventa y el consiguiente proceso de reestructuración de sus amplias redes de oficinas.

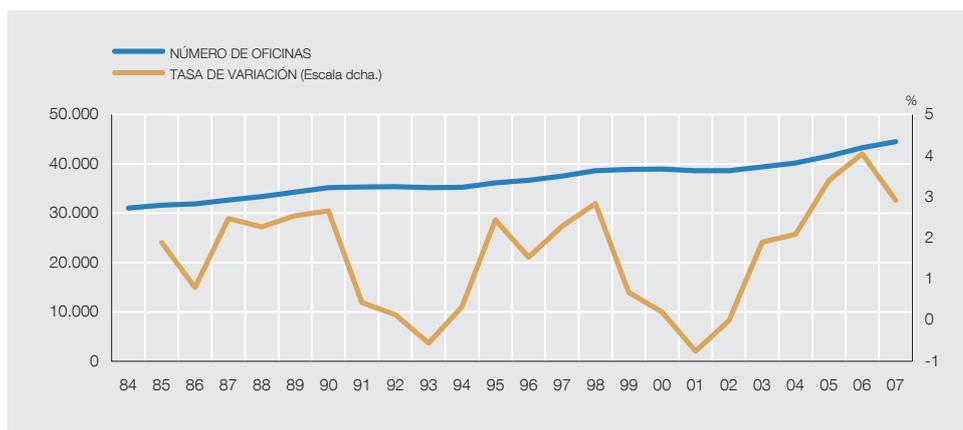
El aumento en el número de oficinas pone de manifiesto que, a pesar del progreso tecnológico, la presencia física en el territorio parece importante para poder desarrollar un negocio bancario como el español, con un claro componente minorista. La densidad de oficinas por kilómetro cuadrado lógicamente ha aumentado, pasando de 60 a 90 oficinas cada 1.000 km<sup>2</sup>. El número de habitantes por oficina ha disminuido, pasando de 1.175 en 1986 a 1.010 en 2007, y ello a pesar del significativo aumento de la población en el período (desde 39 millones de habitantes en 1986 hasta los actuales 45 millones).

La evolución del número de oficinas de las entidades de depósito difiere sustancialmente entre bancos, cajas y cooperativas, y, además, a lo largo del tiempo. En general, las cajas y las cooperativas han aumentado sustancialmente su número de oficinas (pasando de 11.043 en 1984 a 24.157 en 2007, y de 3.379 a 4.913, respectivamente), mientras que los bancos las han reducido (de 16.652 a 15.475) en el conjunto del período, aunque en los últimos años han vuelto a crecer (gráfico 2). Esta evolución anterior pone de manifiesto la clara estrategia de

## NÚMERO DE OFICINAS Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL

GRÁFICO 1

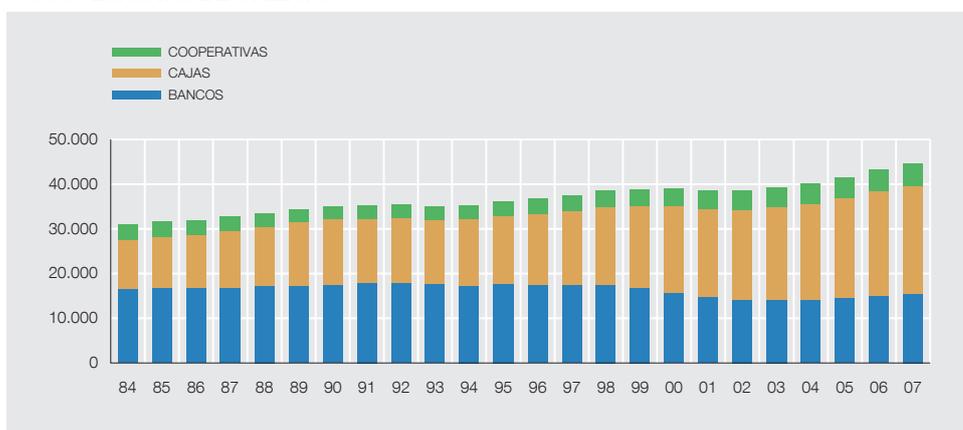
Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

## DISTRIBUCIÓN DE LAS OFICINAS ENTRE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO

GRÁFICO 2

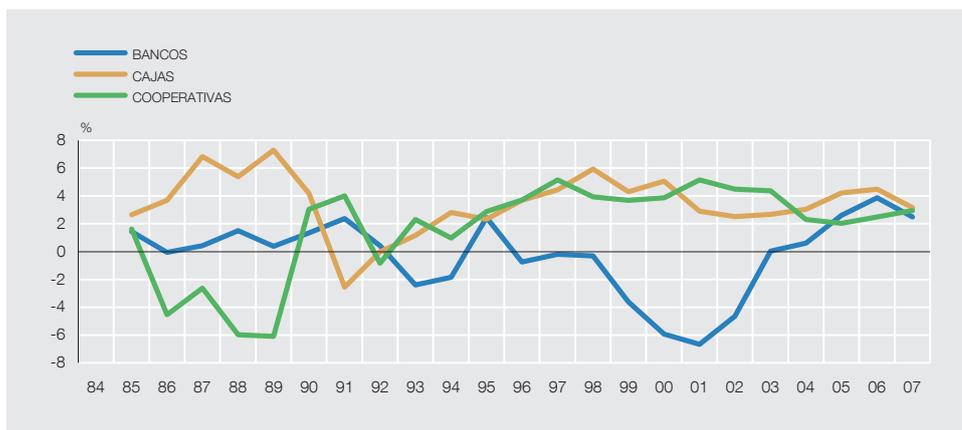


FUENTE: Banco de España.

expansión territorial que las cajas han llevado a cabo en este período (y también, en menor medida, las cooperativas), pero, dadas las condiciones de partida (todas las cajas operaban solo en su mercado local y había un número significativo de bancos nacionales, que operaban en todo el territorio), es un resultado natural, una vez que se eliminan las restricciones a la apertura de oficinas de las cajas, a finales de 1988.

El gráfico 3 pone de manifiesto las diferencias en las estrategias entre tipos de entidades en cuanto a su capacidad productiva. La autorización a la apertura de oficinas de cajas fuera de su territorio se traduce en un fuerte crecimiento de estas, que luego se vuelve negativo coincidiendo con las fusiones de cajas en 1990 y 1991 y el consiguiente posterior proceso de reestructuración y optimización de las redes de oficinas. Una vez superada la recesión de 1993, las cajas entran en un proceso sostenido de expansión de oficinas, con un promedio de crecimiento anual de sus oficinas en torno al 3% los últimos 13 años. Dicho proceso de expansión coincide con la larga fase de crecimiento de la economía española y con un desarrollo significativo del mercado inmobiliario español, un área tradicional de especialización de las cajas de ahorros.

Por el contrario, la evolución de las tasas de variación de las oficinas de los bancos son, en promedio, claramente inferiores a las de las cajas, se resienten en la fase recesiva y claramen-



FUENTE: Banco de España.

te ponen de manifiesto el proceso importante de reestructuración de la red de oficinas a principios de la década actual, que conllevó la fusión de los cuatro mayores bancos españoles. En los últimos años, a nivel agregado, los bancos españoles han vuelto a abrir oficinas, probablemente para atender el aumento de la población y la expansión del territorio habitado y dar una respuesta a la competencia bancaria proveniente de las cajas y cooperativas, que, como se ha explicado, llevaban un largo proceso de apertura de oficinas.

De nuevo, estos desarrollos ponen de manifiesto la importancia de las oficinas para desarrollar el modelo de negocio bancario español, en un contexto de fuerte crecimiento económico, del crédito y de la población.

El análisis de la variación de las oficinas bancarias por provincias pone de manifiesto la existencia de una enorme disparidad entre ellas. Así, el cuadro 1 muestra tasas de crecimiento de las oficinas muy por encima de la media del período (50%) en las islas, Madrid, Sevilla y las tres provincias costeras del sureste español (Murcia, Almería y Málaga). Esta fuerte expansión contrasta con la caída agregada de oficinas para el conjunto del período en siete provincias, todas del interior de la Península.

La combinación del crecimiento de las oficinas con el tamaño del mercado provincial se resume en el cuadro 2, que muestra la contribución de cada provincia al crecimiento del número de oficinas agregado. Se observa que son los mercados bancarios de mayor tamaño los que más contribuyen. Ello se debe no solo a su tamaño, sino también a que dichos mercados son los que más han visto crecer el número de oficinas bancarias. De hecho, entre las 10 primeras provincias con mayor crecimiento acumulado en el número de oficinas se encuentran 5 provincias entre las 10 primeras por tamaño del mercado, medido en términos de oficinas, en 2007.

Como se ha explicado en la sección anterior, la apertura de oficinas está relacionada con la evolución del ciclo económico, con la evolución, dentro de ese ciclo, de cada mercado provincial y, también, de los potenciales clientes bancarios (población). Un mercado en expansión, con aumento de la actividad económica y de la población, alentará la entrada de nuevos competidores, es decir, de entidades que no estaban presentes en dicho mercado. Esta competencia se traducirá en la apertura de oficinas. A su vez, las entidades ya instaladas en dicho mercado pueden decidir intensificar su presencia, tanto para atraer a los nuevos clientes como para frenar a los nuevos entrantes en el mercado.

**ORDENACIÓN PROVINCIAL SEGÚN LA TASA DE VARIACIÓN ACUMULADA DEL NÚMERO DE OFICINAS. 1984-2007**

CUADRO 1

%									
Palmas (Las)	118,6	Granada	46,5	Guadalajara	31,8	Toledo	18,6	Lleida	7,3
Madrid	115,4	Cádiz	45,0	Girona	31,1	Navarra	18,1	Cáceres	3,2
Málaga	104,7	Barcelona	42,6	Pontevedra	28,5	León	15,6	Lugo	1,2
Almería	97,4	Zaragoza	40,1	Teruel	28,0	Salamanca	15,2	Cuenca	-0,4
Murcia	92,8	Alicante	39,5	Tarragona	27,8	Cantabria	13,7	Palencia	-1,3
Sevilla	77,1	Jaén	38,2	Asturias	25,5	Rioja (La)	12,9	Huesca	-3,0
Baleares	74,6	Vizcaya	34,6	Huelva	22,7	Álava	12,9	Ourense	-4,6
SC Tenerife	71,4	Coruña (A)	33,8	Valladolid	22,6	Guipúzcoa	12,3	Ciudad Real	-5,6
Valencia	56,3	Albacete	32,4	Castellón	21,1	Córdoba	11,9	Soria	-8,9
Badajoz	54,5	Burgos	32,2	Segovia	20,2	Zamora	9,7	Ávila	-28,1

FUENTE: Banco de España.

**ORDENACIÓN PROVINCIAL SEGÚN LA APORTACIÓN A LA TASA DE VARIACIÓN DEL NÚMERO TOTAL DE OFICINAS. 1984-2007**

CUADRO 2

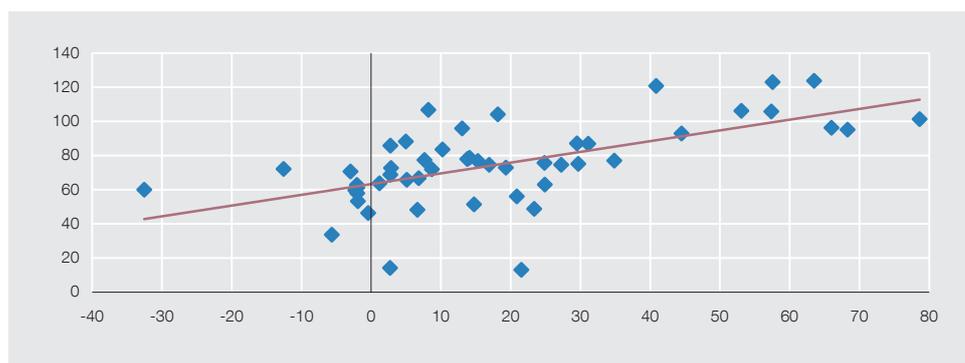
%									
Madrid	10,05	Zaragoza	1,09	Tarragona	0,58	Córdoba	0,23	Zamora	0,07
Barcelona	5,58	SC Tenerife	0,92	Jaén	0,55	Guipúzcoa	0,20	Cáceres	0,05
Valencia	2,95	Granada	0,84	Burgos	0,43	Guadalajara	0,20	Lugo	0,01
Málaga	2,21	Vizcaya	0,83	Castellón	0,37	Cantabria	0,19	Cuenca	0,00
Sevilla	2,06	Badajoz	0,82	Valladolid	0,35	Rioja (La)	0,18	Palencia	-0,01
Murcia	2,02	Coruña (A)	0,79	Navarra	0,35	Salamanca	0,17	Huesca	-0,04
Baleares	1,69	Cádiz	0,73	Toledo	0,33	Teruel	0,17	Soria	-0,05
Alicante	1,55	Girona	0,64	Albacete	0,27	Lleida	0,13	Ourense	-0,06
Palmas (Las)	1,28	Asturias	0,62	Huelva	0,25	Álava	0,12	Ciudad Real	-0,09
Almería	1,09	Pontevedra	0,58	León	0,23	Segovia	0,11	Ávila	-0,26

FUENTE: Banco de España.

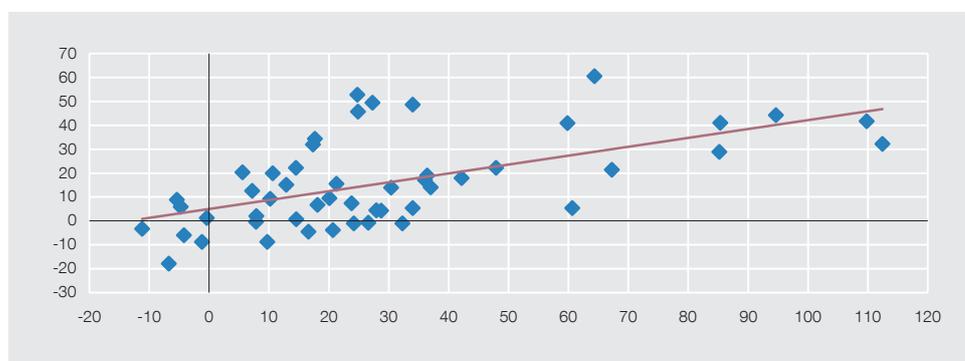
En el gráfico 4 se observa la elevada correlación que existe entre apertura de oficinas y crecimiento del PIB provincial (coeficiente de correlación simple de 0,61) y también (gráfico 5) con el crecimiento de la población (coeficiente de 0,58)<sup>7</sup>. De hecho, entre las 10 primeras provincias con mayor tasa de crecimiento de oficinas, 7 están también entre las 10 primeras en crecimiento del PIB y 5 en crecimiento de la población. De forma similar, entre las 10 provincias con menor crecimiento del número de oficinas se encuentran 4 entre las 10 últimas en crecimiento económico y 6 en crecimiento de la población.

Si se repitiera el análisis anterior a nivel de comunidad autónoma, los resultados serían muy similares a nivel cualitativo, mientras que a nivel cuantitativo serían incluso más fuertes (coeficiente de correlación simple de 0,82 para el crecimiento del PIB y de 0,67 para el de la población), lo que indica que para un grupo de entidades significativo el mercado relevante no es el provincial, sino el regional.

7. Nótese que solo disponemos de datos del PIB provincial hasta 2003, mientras que la información de población provincial solo está disponible desde 1986 (información procedente del INE).



FUENTE: Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

Finalmente, si se separa bancos, cajas y cooperativas, las correlaciones se debilitan (0,45, 0,44 y 0,11 son los valores de los coeficientes de correlación simple entre crecimiento de oficinas y del PIB provincial para bancos, cajas y cooperativas, respectivamente; y 0,66, 0,39 y 0,28 los coeficientes de correlación simple entre crecimiento de oficinas y de la población provincial, respectivamente). Se observa que la apertura de oficinas de bancos responde más a la evolución de los clientes bancarios, mientras que las cooperativas, dado, en general, su menor tamaño, tienen menor capacidad para crecer en territorios en expansión, probablemente porque están lejos de su ámbito tradicional de actuación.

Lógicamente, el análisis detallado de los determinantes de la expansión de las oficinas bancarias requiere un estudio multivariante, incluyendo otras muchas variables (relativas a la intensidad competitiva en la provincia de origen de la entidad que se expande, a las oportunidades de negocio en la provincia de entrada, a las características de la entidad que se expande, etc.). Sin embargo, no es el objetivo de este trabajo llevar a cabo dicho análisis multivariante<sup>8</sup>.

### 3 Análisis de las diferentes estrategias de negocio de las entidades

La información de base de la que se dispone permite construir para cada entidad y cada fecha un mapa con la distribución provincial de las oficinas, el crédito y los depósitos. A partir del análisis de esta información se han identificado ocho patrones de comportamiento de las

8. En realidad, los autores están desarrollando un trabajo de investigación que contemple estos elementos, así como un modelo teórico que dé soporte a dichas relaciones empíricas.

entidades en relación con el territorio y a lo largo del tiempo. Dichos patrones son compartidos, en general, por la práctica totalidad de las entidades de depósito, aunque, lógicamente, con mayor o menor intensidad.

Los ocho patrones que se han identificado son los siguientes:

- 1) *Entidades nacionales*: operan en todo (o en prácticamente todo) el territorio nacional. Es decir, tienen capacidad productiva (oficinas) y producen créditos y depósitos en todas o casi todas las provincias. Además, se trata de entidades que durante todo el período temporal analizado presentaban esta característica.
- 2) *Entidades locales*: operan en una o varias provincias (que pueden formar parte de una sola comunidad autónoma, aunque no necesariamente<sup>9</sup>) y no se han expandido a ninguna otra provincia. Es decir, han seguido manteniendo durante todo el período de análisis sus oficinas solo donde estaban operando inicialmente.
- 3) *Entidades que reducen su presencia geográfica*: se trata de entidades que al principio del período tenían una presencia nacional, casi en todas las provincias y que a lo largo de los años han ido cerrando oficinas en determinadas provincias, para concentrar su capacidad productiva y su producción de crédito y depósitos en unas cuantas provincias, normalmente las más pobladas y con mayor crecimiento económico y renta per cápita.
- 4) *Entidades con una presencia dispersa en el territorio*: se trata de entidades que operan en unas pocas provincias, no contiguas, normalmente con elevada población; pero, a diferencia del grupo anterior, siempre han presentado esta estructura geográfica. Se trata de bancos especializados en algún segmento de negocio (gestión de patrimonios o segmento de clientela específico).

Los siguientes cuatro grupos de entidades recogen aquellas entidades que han seguido una estrategia de expansión territorial clara, con un aumento del número de sus oficinas fuera de sus territorios tradicionales, que pueden ser una provincia o varias provincias de una o de varias comunidades autónomas.

- 5) *Expansión a lo largo del tiempo hasta convertirse en una entidad nacional*: se trata de entidades regionales (cajas, pero también bancos) que han ido abriendo oficinas a lo largo de las provincias españolas. Lógicamente, la presencia en dichas provincias no tiene la misma intensidad en cada una de ellas.
- 6) *Expansión a las provincias vecinas manteniendo una fuerte presencia local*: se trata de entidades, en general, pequeñas, que en los últimos años han empezado a abrir oficinas en provincias limítrofes, de la comunidad autónoma o de fuera de ella, pero que, en cualquier caso, mantienen la mayor parte de su negocio en la/s provincia/s de origen.
- 7) *Expansión a las provincias vecinas con dilución de la presencia local*: en este caso, a diferencia del anterior, la expansión fuera de su provincia de origen va

---

9. Numerosas entidades suelen tener presencia en Madrid en la mayor parte del período analizado. Para las entidades locales dicha presencia es muy reducida, aunque no nula. Se trata, muy probablemente, de una oficina de representación en la plaza financiera más importante del país.

siendo cada vez más importante y eso va disminuyendo el peso del negocio en dicha provincia y aumentándolo en el resto.

- 8) *Expansión a las provincias vecinas y a otras lejanas manteniendo la presencia local*: se trata de entidades que no solo se expansionan hacia provincias limítrofes, sino que también entran en provincias alejadas, normalmente con elevada población y crecimiento económico. En cualquier caso, mantienen una elevada presencia local.

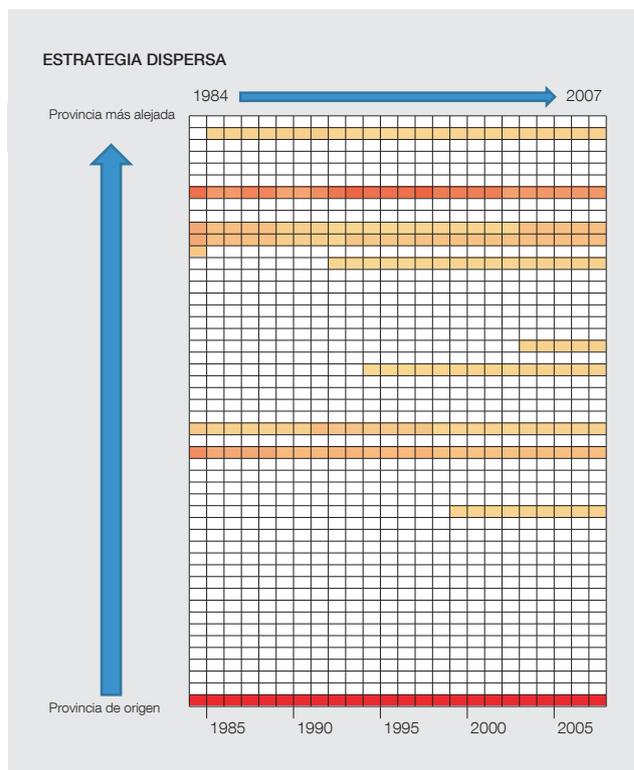
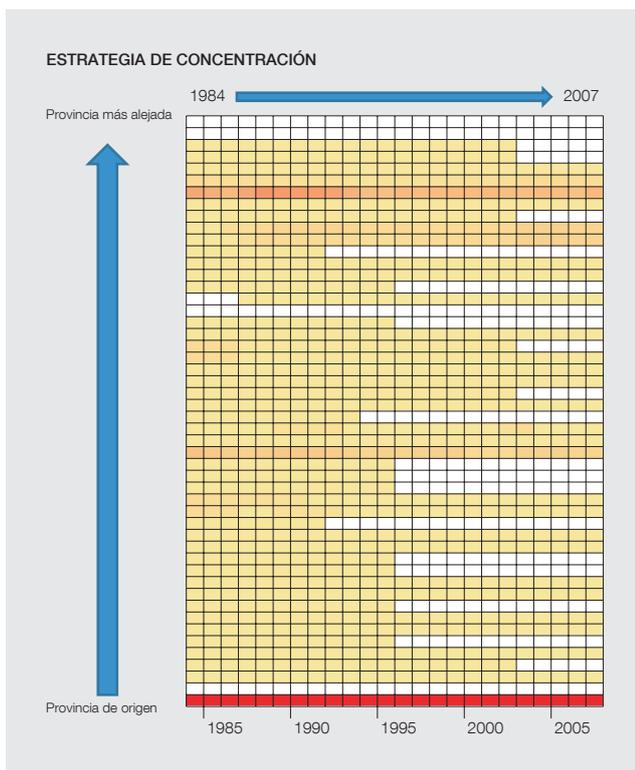
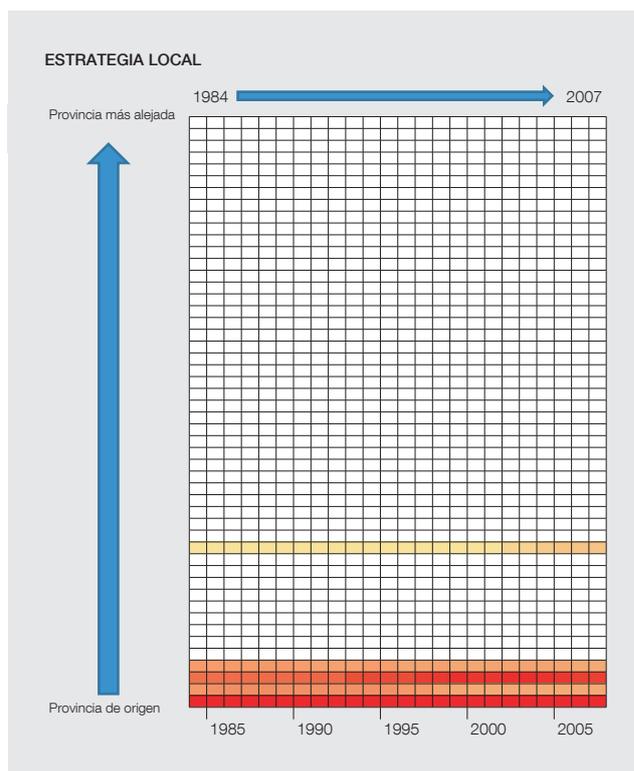
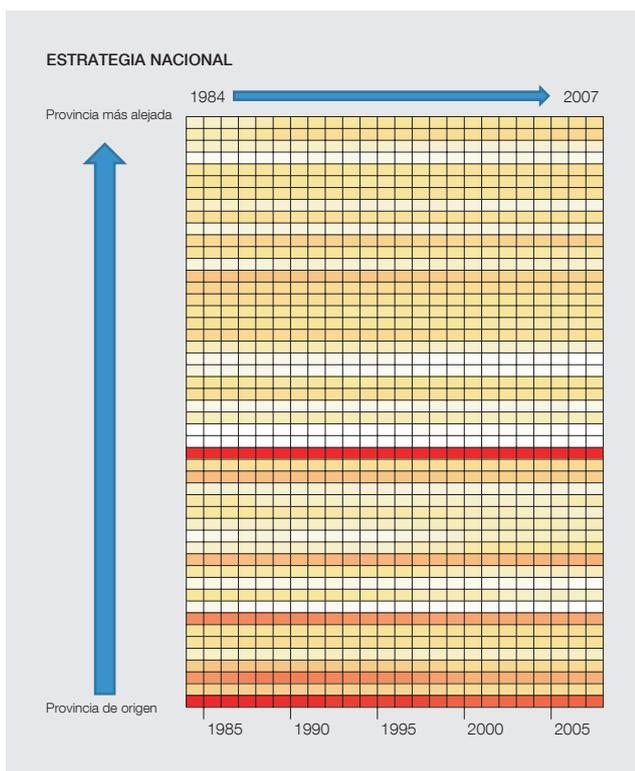
Utilizando la última fecha disponible<sup>10</sup>, el mayor número de entidades, con diferencia, se caracteriza como local. Se trata de la mayoría de las cooperativas de crédito, entidades que suelen tener una presencia solo en una provincia; una parte significativa de cajas de ahorros, que mantienen una fuerte vinculación a su territorio de origen, y algunos bancos de pequeño tamaño. El siguiente grupo en importancia de entidades son aquellas que se han expansionado a provincias vecinas y mantienen una fuerte presencia local todavía. Aquí encontramos muchas cajas de mediano tamaño, unos pocos bancos y algunas cooperativas de crédito. A continuación se sitúan las entidades con una presencia dispersa en el territorio, fundamentalmente bancos y cooperativas de crédito vinculadas a grupos profesionales concretos. Los tres grupos siguientes son parecidos en cuanto al tamaño de las entidades: las entidades nacionales integradas básicamente por bancos y alguna caja de ahorros de tamaño muy elevado; las entidades que se expansionan con dilución de la presencia local (cajas medianas que pasan de operar en una provincia a operar en toda la comunidad autónoma o cooperativas de elevado tamaño); y, en tercer lugar, las entidades que se expansionan hasta alcanzar una presencia nacional (bancos regionales medianos y cajas de ahorros regionales de tamaño elevado). Finalmente, hay un grupo de bancos y cajas de ahorros medianos que mantienen una presencia local importante, pero al mismo tiempo se están expandiendo hacia provincias limítrofes y a otras alejadas. Las entidades que se contraen son casi todas bancos, algunos de ellos filiales de la banca extranjera.

La pertenencia a un grupo o a otro puede variar a lo largo del tiempo, en particular para aquellas entidades que siguen una estrategia de expansión. En general, se observa que la expansión se realiza a zonas limítrofes, con probablemente un tipo de clientela parecido al que ya se conoce en la zona tradicional. Si la entidad quiere seguir creciendo, entonces ya se plantea entrar en un conjunto de provincias que puede estar más alejado o disperso, pero concentra una importante demanda potencial de servicios bancarios, aunque, al mismo tiempo, está considerablemente bancarizada. Finalmente, la entidad acaba con presencia en todo el territorio cuando decide abordar una estrategia de competidor nacional, aunque la intensidad y la importancia relativa de las provincias de origen no desaparecen.

A continuación se presentan ocho ejemplos paradigmáticos de las ocho tipologías de presencia de las entidades bancarias en el territorio. Para evitar focalizar el análisis en entidades concretas, fácilmente identificables en un mapa provincial, se ha decidido realizar un cambio de escala en dicho mapa. Así, tenemos una tabla con 50 filas, cada una representando a una provincia española, pero ordenadas de forma creciente en función de la distancia de la capital de esa provincia a la capital de la provincia en la que la entidad tiene su sede social y, en la mayoría de los casos, la mayor cuota de mercado. La tabla tiene 24 columnas, una para cada año analizado desde 1984 hasta 2007. Finalmente, la intensidad del color mide, para cada año, la distribución provincial de las oficinas de dicha entidad. Es

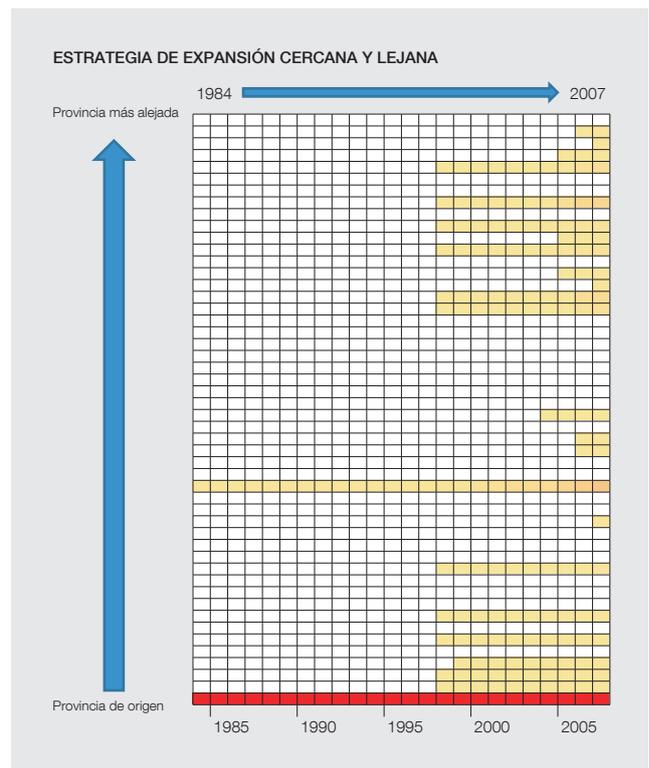
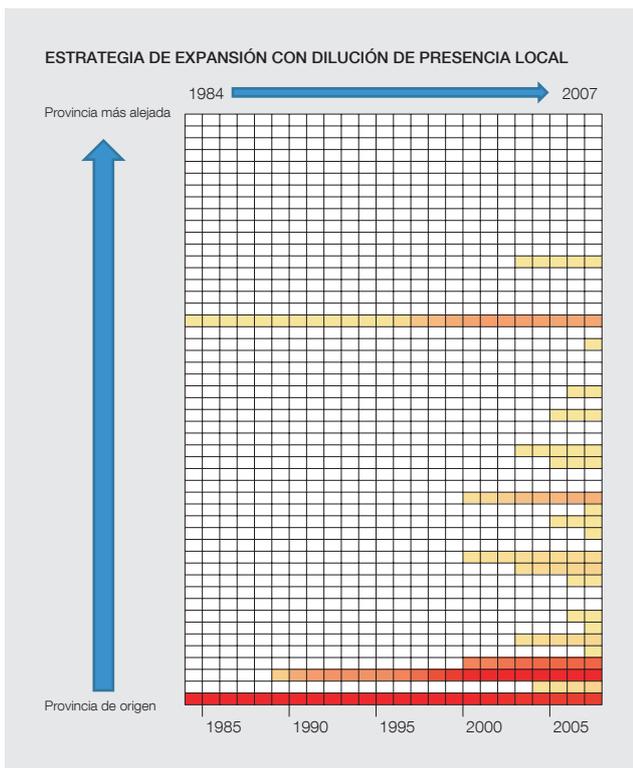
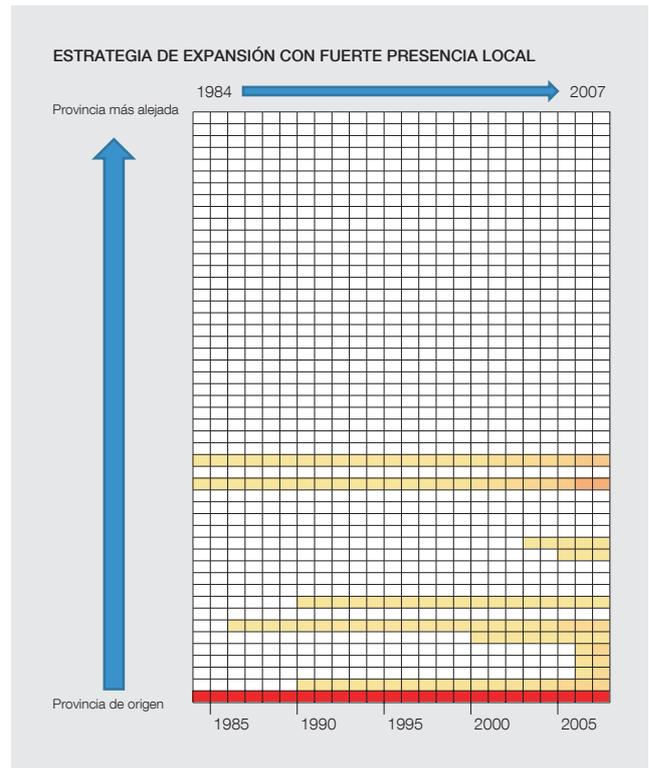
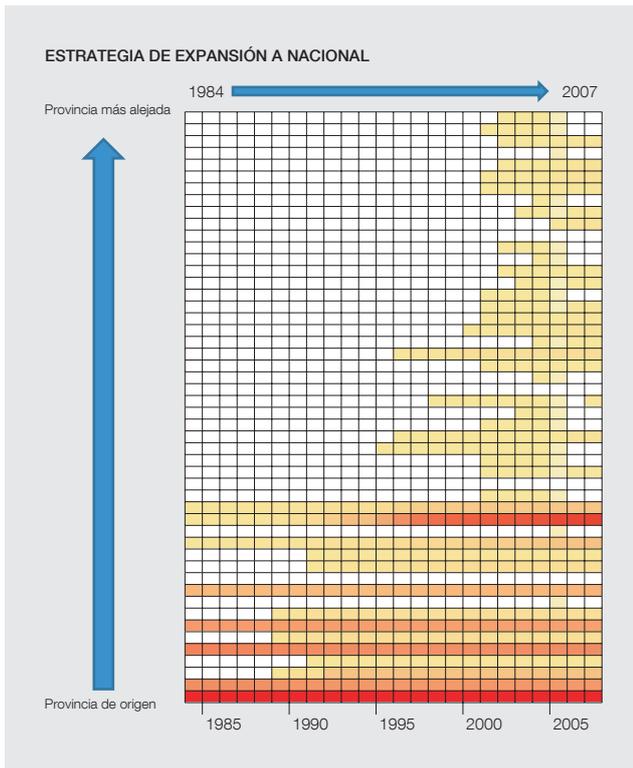
---

<sup>10</sup>. El análisis hay que hacerlo a la última fecha, porque una entidad puede pasar por diferentes grupos, dependiendo de la posición en la que esté en su proceso de expansión territorial.



FUENTE: Banco de España.

a. Interpretación de los gráficos: en la fila inferior de cada estrategia se representa la provincia «origen» para la entidad, es decir, aquella en la que inicialmente tenía un mayor porcentaje de sus oficinas. Desde ahí, hacia arriba, cada fila representa cada una de las demás provincias, de la más cercana geográficamente a la más lejana. Por otro lado, cada columna, de izquierda a derecha, representa un año, de 1984 a 2007. Así, cada celda representa la situación de la entidad en una provincia en una fecha. Un color más oscuro (rojo en el límite) supone mayor presencia relativa en esa provincia (en el límite, tener el 100% de las oficinas en la misma provincia). Un color más claro (blanco en el límite) supone una menor presencia en dicha provincia (en el límite, no tener ninguna oficina en la misma).



FUENTE: Banco de España.

a. Véase nota del gráfico 6.

decir, un color fuerte indica que la provincia concentra un número elevado de las oficinas de la entidad. A medida que se difumina el color, va perdiendo peso la provincia en el conjunto de las oficinas de la entidad. Los gráficos 6 y 7 muestran las ocho estrategias de presencia en el territorio.

El primer cuadrante (arriba, a la izquierda) del gráfico 6 muestra la presencia territorial de una entidad con una estrategia nacional. Se observa que dicha entidad, en prácticamente todas las fechas, tiene oficinas en todas o casi todas las provincias españolas. Además, en unas pocas provincias (las provincias con mayor población) tiene concentrada una parte significativa de sus oficinas. En algunas provincias tiene pocas oficinas. Nótese que tener muchas oficinas o pocas no es sinónimo de tener mucha o poca cuota de mercado en esa provincia. Depende del número de oficinas que tengan las restantes entidades en esas provincias. De hecho, se observa que la entidad ha disminuido el peso relativo en algunas provincias con elevada presencia (última y antepenúltima fila) y la ha aumentado en otras.

En el gráfico 6, segundo cuadrante (arriba, a la derecha), se observa una entidad local. Opera en cuatro provincias —probablemente, de la misma comunidad autónoma— y tiene solo una reducida presencia en una quinta provincia alejada (seguramente, Madrid) en la que con el transcurso del tiempo ha ido aumentando su presencia.

El tercer cuadrante (abajo, a la izquierda) del gráfico 6 es paradigmático de la estrategia de reducción de la presencia en el territorio. Se observa cómo una entidad que en 1984 tenía un carácter nacional, con presencia en casi todas las provincias españolas, ha ido disminuyendo su presencia en algunas de estas para acabar con oficinas en algo más de la mitad del país. Además, las provincias en las que ha permanecido son las más pobladas y con mayor crecimiento y generación de riqueza.

Finalmente, el cuarto cuadrante (abajo, a la derecha) muestra una entidad con presencia en unas pocas provincias españolas, aunque en los últimos años ha aumentado su presencia en algunas más.

El gráfico 7 muestra las estrategias de expansión. En el primer cuadrante (arriba, a la izquierda) se aprecia cómo una entidad que al principio operaba en unas pocas provincias, probablemente de su comunidad o de alguna comunidad limítrofe (dada la proximidad al origen de las provincias en las que opera), además de tener alguna presencia probablemente en las grandes provincias españolas, ha ido aumentando su presencia progresivamente, hasta operar en casi todas las provincias españolas. Nótese cómo dicha entidad empieza a abrir oficinas en provincias próximas a su territorio tradicional en 1989, el primer año de la liberalización de la apertura de oficinas para cajas de ahorros. No vuelve a abrir oficinas en nuevas provincias hasta 1995, pasado el período recesivo de la economía española, y es a principios de esta década cuando entra en un proceso de expansión de oficinas que le lleva a estar presente en casi todo el territorio y a convertirse en un operador nacional.

En el segundo cuadrante (arriba, a la derecha) del gráfico 7 se observa una entidad que tenía prácticamente todas sus oficinas concentradas en una provincia y que recientemente se ha expandido hacia provincias limítrofes (cercasas al origen). No obstante, mantiene una elevada presencia en su provincia o comunidad autónoma de origen.

En el tercer cuadrante (abajo, a la izquierda) se aprecia una entidad local que a principios de esta década ha aumentado significativamente su presencia en las provincias limítrofes y que ha iniciado un sustancial proceso de expansión de oficinas en provincias próximas y contiguas entre sí, aunque también tiene una presencia creciente en una provincia relativamente alejada y que, probablemente, es un mercado bancario muy grande, en el que siempre tuvo una oficina de representación. La apertura de oficinas fuera de su provincia de origen es importante en el conjunto de oficinas de la entidad, lo que ha llevado a una cierta pérdida del carácter local de esta entidad, cada vez menos dependiente del negocio que desarrolla en la provincia de origen.

Finalmente, en el cuarto cuadrante (abajo, a la derecha) del gráfico 7 se aprecia un proceso de expansión de oficinas iniciado en 1998 y destinado tanto a las provincias limítrofes como a provincias con mercados bancarios grandes, pero muy alejadas de la zona tradicional de operación de la entidad y, por ello, con clientela bancaria bastante diferente. Llama la atención que el proceso de expansión es simultáneo hacia todo tipo de provincias, sin que se aprecie una preferencia por ninguna de las dos posibilidades (limítrofes o alejadas y grandes). En los últimos años, el proceso de expansión ha continuado, aunque claramente en nuevas provincias alejadas de la provincia de origen. En cualquier caso, la presencia en las provincias nuevas no ha tenido demasiado impacto en el conjunto de la actividad de la entidad, que sigue siendo eminentemente local.

#### **4 Análisis de otras cuestiones estratégicas**

¿Qué tipo de actividad desarrollan las entidades que se expanden en las nuevas áreas geográficas en las que operan? El tipo de negocio que desarrollan las entidades en las áreas nuevas podría ser una extensión de su negocio tradicional: misma proporción entre crédito y depósitos y misma especialización por segmentos de actividad crediticia. Alternativamente, las entidades podrían aprovechar la expansión para llevar a cabo otro tipo de negocio, diferente del tradicional.Cuál de estas dos posibilidades estratégicas predomina dependerá de las oportunidades que ofrezca la zona de expansión.

##### **4.1 CRÉDITO FRENTE A DEPÓSITOS**

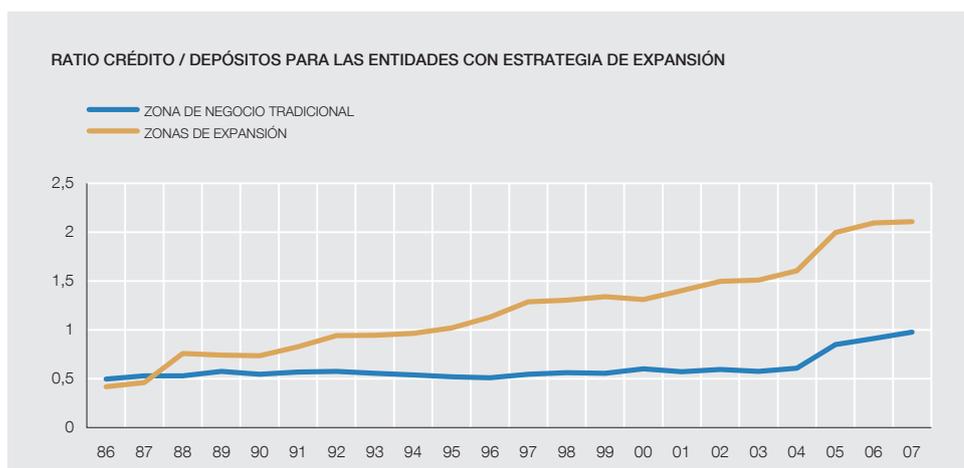
El gráfico 8 muestra la evolución de la ratio crédito/depósitos para la media ponderada de las cuatro entidades que hemos caracterizado como en expansión, en su zona de negocio tradicional y en las nuevas provincias en las que empiezan a operar.

En media, dicho cociente ha ido aumentando a lo largo del tiempo para todos los tipos de entidades, en línea con el fuerte proceso de crecimiento del crédito que se ha observado en España en la última década, acompañando a un largo período de crecimiento económico ininterrumpido.

Sin embargo, se observa una clara diferencia entre lo que ha ocurrido en los mercados tradicionales y en las zonas de expansión en aquellas entidades que han optado por este tipo de crecimiento. En la zona tradicional la ratio se ha mantenido por debajo de la unidad (mayores depósitos que créditos), mientras en las zonas de expansión ha ocurrido lo contrario.

Por lo tanto, las entidades parecen haber seguido una clara estrategia en su expansión geográfica. El exceso de depósitos sobre créditos que genera su negocio minorista en su zona tradicional ha sido invertido en las zonas en expansión, donde el crédito avanza más rápido que los depósitos.

Lo anterior pone de manifiesto, en primer lugar, el deseo de las entidades de diversificar su cartera crediticia. Las entidades que se expansionan están reduciendo su exposición crediticia al ciclo de la zona tradicional, aunque no es evidente que exista mucha diferenciación geográfica en el ciclo económico español. En segundo lugar, las entidades parecen estar entrando en mercados bancarios en expansión, con numerosos demandantes de financiación, aprovechando las oportunidades que dichos mercados les ofrecen. Finalmente, las diferencias en el cociente crédito-depósitos ponen de manifiesto que la captación de nueva clientela bancaria es más fácil de realizarla por el lado del activo que por el del pasivo. El conocimiento de la entidad entre el público y la familiaridad de los clientes con dicha entidad son variables importantes en la captación de depósitos, mientras que en el crédito la demanda no depende tanto del tiempo que la entidad lleve operando en el mercado. Además, en el caso del crédito, opera un mecanismo de selección adversa por el que los prestatarios con mayores dificultades en la obtención de financiación en un merca-



FUENTE: Banco de España.

do acudirán con mayor intensidad a las entidades nuevas, que acaban de entrar en el mercado, esperando que su deseo de ganar cuota de mercado y su mayor desconocimiento del mercado local les lleve a disminuir el grado de exigencia en la admisión de riesgo crediticio.

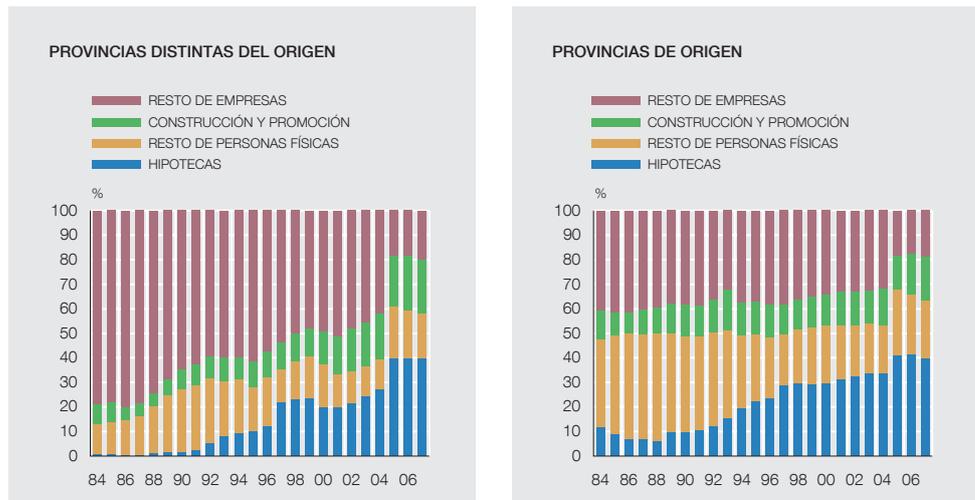
La mayor facilidad para ganar cuota de mercado en crédito que en depósitos al abrir nuevas oficinas bancarias se pone de manifiesto también al comparar la correlación que existe entre la cuota de mercado en términos de oficinas, crédito y depósitos entre provincias. Así, se observa que dicha correlación supera el 0,85 en crédito y se sitúa en el 0,40 en depósitos. El máximo de ambas correlaciones se produce con un desfase de dos años. Es decir, las nuevas oficinas parece que no están plenamente operativas hasta alcanzados dos años de su apertura.

#### 4.2 ESPECIALIZACIÓN CREDITICIA

De la misma forma que las entidades con una estrategia de expansión territorial no se comportan igual en su zona tradicional y en su zona de expansión en términos de la relación crédito/depósitos, podría ocurrir algo similar en relación con la composición de sus créditos. De nuevo, aquí existen dos posibilidades: las entidades replican en la zona de expansión su modelo de negocio crediticio tradicional o, por el contrario, la estructura de la cartera crediticia cambia, aprovechando las oportunidades de crecimiento que les brinda la nueva zona en la que empiezan a operar.

El gráfico 9 muestra que, de nuevo, existe una diferencia sustancial entre el negocio en la zona tradicional y en la de expansión. Así, la media ponderada de la estructura relativa de la cartera de crédito para las cuatro entidades que representan la estrategia de expansión, frente a las otras cuatro que no se han expandido, muestra diferencias sustanciales. En general, se observa que en las zonas en expansión, sobre todo en los últimos años, el peso relativo de los créditos ligados al sector inmobiliario es mayor que en la zona tradicional. Así, tanto en crédito hipotecario a familias para adquisición de una vivienda como en la financiación a construcción y promoción inmobiliaria, el peso relativo sobre el conjunto de la cartera crediticia es mayor en las zonas en expansión que en las zonas tradicionales. De nuevo, la expansión en nuevas áreas geográficas responde a la existencia de oportunidades de negocio y de fuerte demanda de servicios bancarios.

En cualquier caso, se observa que también para las entidades que no se han expandido (nacionales, locales, dispersas y contractivas) se ha producido un cambio a lo largo del tiempo



FUENTE: Banco de España.

en la composición de su crédito en la dirección de un aumento del peso de la financiación ligada al sector inmobiliario en sentido amplio, reflejo del fuerte proceso de expansión de dicho sector en España en la última década.

## 5 Conclusiones

En este trabajo, fundamentalmente descriptivo, se ha analizado el proceso de expansión geográfica de las entidades de depósito españolas. Por un lado, existe un conjunto elevado de entidades, de pequeño tamaño, especializadas en un área geográfica concreta y que, en general, no han entrado en nuevas áreas geográficas para desarrollar su negocio. De forma complementaria, existen unas pocas entidades que operan en todos los mercados bancarios. Frente a estas entidades locales o nacionales, respectivamente, se encuentra un conjunto amplio de entidades, normalmente de mediano tamaño (bancos y cajas de ahorros regionales y cooperativas de crédito grandes), que sí han extendido su operativa a nuevos mercados geográficos más allá de sus mercados locales tradicionales.

El modelo de expansión geográfica no es único. Por un lado, hay entidades que se expanden solo hacia las provincias limítrofes; otras hacia las limítrofes y hacia grandes mercados bancarios, a pesar de que no exista proximidad. En ambos casos, el peso del negocio local sigue siendo predominante. Un estadio intermedio es la expansión geográfica a provincias contiguas con una cierta dilución del peso del negocio local. Finalmente, algunas entidades de carácter regional han llegado ya a culminar una estrategia que las ha convertido en entidades nacionales, esto es, en entidades con presencia en todo el territorio nacional, aunque, lógicamente, el peso relativo de la zona de origen es todavía bastante elevado.

En general, el proceso de expansión no supone el mantenimiento del negocio en la zona tradicional, sino que existe un cambio en la especialización. Por un lado, en la zona de expansión predomina la concesión de crédito frente a la captación de depósitos, poniendo de manifiesto que las entidades buscan colocar su exceso de fondos en la zona tradicional a nuevos clientes (familias y empresas) en la zona de expansión. Por otro lado, la composición relativa de la cartera crediticia también cambia, con un mayor peso del crédito vinculado al sector inmobiliario en las zonas en expansión, frente a un mayor peso en la zona tradicional del crédito al consumo a empresas del resto de sectores de actividad distintos de la construcción y promoción inmobiliaria.

Del análisis anterior se desprenden algunas reflexiones de carácter más general. En primer lugar, se observa que en un mercado bancario altamente integrado como el español subsisten diferentes tipos de entidades, con estrategias de presencia en el territorio muy diferentes. Después de un proceso largo de desregulación estructural y de liberalización del sistema bancario español, con libertad de apertura de oficinas de todas las entidades en todo el territorio (siempre que se satisfagan los requisitos prudenciales) en las dos últimas décadas y, además, con libre entrada de entidades de la Unión Europea, sin limitación del número de oficinas ni de la operativa a desarrollar, durante los últimos 15 años el resultado que se observa no es el de un mercado en el que todas las entidades regionales se han convertido en nacionales o en el que dichas entidades regionales tienen presencia muy significativa en numerosos mercados regionales en los que operaban y en los que la especialización geográfica ha desaparecido. Lo que se observa, por el contrario, es la convivencia (y la supervivencia a lo largo del tiempo) de diferentes estrategias de negocio: entidades locales que no tienen ninguna presencia fuera de su territorio tradicional; entidades regionales con diferente grado de expansión en otras áreas geográficas, con o sin dilución del peso relativo de su negocio en el área tradicional; entidades con especializaciones distintas, no ligadas al territorio, sino a otras variables; y, finalmente, la existencia de unos pocos grupos bancarios, con un tamaño muy elevado, que operan en todo el territorio.

El mercado bancario europeo está sujeto a un proceso creciente de integración, en particular en el área del euro<sup>11</sup>. La experiencia española pone de manifiesto que no cabe esperar que en dicho mercado se observe que numerosas entidades extranjeras entran en cada uno de los mercados bancarios de cada país, ni que desaparezcan los bancos especializados en operar solo en un país o en una región. Por el contrario, lo que cabe esperar es una enorme diversidad de estrategias bancarias, con convivencia de algunos grandes grupos multinacionales operando en numerosos países, entidades regionales que operan en varios países con oficinas en plazas financieras importantes del resto de países, y un número muy elevado de entidades que permanecen en cada país, sin operativa en el resto de países. Este resultado sería lo esperable en un mercado financiero como el europeo. Esperar que todas las entidades operen en todos los países es simplemente no entender cómo funciona un mercado bancario y negar la contribución a la mejora de la eficiencia que representa la diversidad de estrategias bancarias. Buscar desesperadamente qué factores (barreras) pueden estar limitando un modelo bancario en el que muchos bancos están presentes en muchos países y legislar con la pretensión de imponer a muy corto plazo dicho modelo soñado es simplemente un error grave, que no pondera adecuadamente la capacidad de decisión de las entidades ni aprende de los procesos históricos de desarrollo del sistema bancario.

La segunda reflexión que permite el trabajo tiene una dimensión local y más coyuntural. Ante el cambio de ciclo económico que está viviendo la economía española, con una desaceleración notable del crecimiento económico y, en línea con él, del crédito, junto con las dificultades de funcionamiento, que todavía persisten al escribir este trabajo, de los mercados internacionales de financiación mayorista (interbancario, de titulaciones, de instrumentos híbridos de deuda y capital regulatorio), las entidades que han desarrollado una estrategia de expansión territorial intensa puede que tengan que revisar dicho modelo o, por lo menos, la velocidad a la que dicho modelo avanza.

Por un lado, un menor crecimiento de la demanda de crédito, en parte asociado al menor crecimiento de las actividades inmobiliarias, va a frenar las oportunidades de crecimiento de

---

11. Véanse European Central Bank (2008), Commission of the European Communities (2006) y Pérez, Salas y Saurina (2005).

negocio que existían hasta hace poco en numerosos mercados bancarios provinciales. Por ello, los incentivos a entrar en nuevas áreas geográficas están disminuyendo significativamente. Por otro lado, cabe esperar un cambio en la composición del negocio desarrollado en los mercados de nueva entrada, con una disminución del cociente crédito/depósitos y con un aumento del peso relativo del crédito no vinculado a actividades inmobiliarias. Finalmente, aquellas entidades en las que el proceso de ajuste de las dos variables anteriores no evolucione adecuadamente van a ver aumentada la presión para redimensionar geográficamente su nivel de negocio. En cualquier caso, no sería la primera vez que esto ocurriera. Como se ha explicado en este trabajo, en determinados períodos (en particular, coincidiendo con la fase recesiva de la economía española en 1993) el número de oficinas bancarias se redujo o se moderó su ritmo de expansión de forma notable en respuesta a procesos de racionalización de costes y de aumento de la eficiencia.

Dejamos para futuros análisis la modelización del proceso de expansión del negocio bancario y el estudio detallado de los determinantes empíricos de dicho proceso. El objetivo de este trabajo era simplemente señalar algunos hechos estilizados de dicho proceso, entender las estrategias que las entidades han desarrollado y extraer algunas conclusiones para informar mejor algunos debates actuales, tanto en el contexto europeo como en el español.

## BIBLIOGRAFÍA

- BARROS, P. (1995). «Post-entry Expansion in Banking: The Case of Portugal» *International Journal of Industrial Organization*, 13, pp. 593-611, diciembre.
- BERGER, A., y DE YOUNG (2006). «Technological Progress and the Geographic Expansion of the Banking Industry», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n.º 6, septiembre.
- BRESNAHAN, T., y P. REISS (1991). «Entry and Competition in Concentrated Markets», *Journal of Political Economy*, vol. 99, n.º 51.
- COHEN, A., y M. MAZZEO (2005). «Investment Strategies and Market Structure: An Empirical Analysis of Bank Branching Decisions», manuscrito no publicado.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2006). *Financial Integration Monitor*.
- COTTERILL, R., y L. HALLER (1992). «Barrier and Queue Effects: A Study of Leading Us Supermarket Chain Entry Patterns», *The Journal of Industrial Economics*, vol. 40, n.º 4, diciembre, pp. 427-440.
- DE JUAN, R. (2003). «The Independent Submarkets Model: An Application to the Spanish Retail Banking Market», *International Journal of Industrial Organization*, 21, pp. 1461-1487.
- DICK, A. (2006). «Nationwide Branching and Its Impact on Market Structure, Quality, and Bank Performance», *Journal of Business*, vol. 79, n.º 2.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2008). *Financial Integration Report*, abril.
- FUENTELES, L., y V. SALAS (1994). «Estudios sobre la banca al por menor», *Colección Documenta*, Fundación BBV.
- (1992). *Estudios sobre banca al por menor*, Bilbao, Fundación BBV, 78 p.
- FUENTELES, L., J. GÓMEZ y Y. POLO (2002). «Followers' Entry Timing: Evidence From The Spanish Banking Sector After Deregulation», *Strategic Management Journal*, 23, pp. 245-264.
- HOLMES, T. J. (2008). «The Diffusion of Wal-Mart and Economies of Density», enero, manuscrito no publicado.
- HOTELLING, H. (1929). «Stability in Competition», *Economic Journal*, n.º 39, pp. 41-47.
- JIMÉNEZ, G., V. SALAS y J. SAURINA (2008). «Organizational distance and use of collateral in business loans», de próxima publicación en *Journal of Banking and Finance*.
- LANZILLOTTI, R., y T. SAVING (1969). «State Branching Restrictions and the Availability of Banking Services», *Journal of Money, Credit and Banking*, noviembre, pp. 778-788.
- PÉREZ, D., V. SALAS y J. SAURINA (2005). «Banking integration in Europe», *Moneda y Crédito*, 220, pp. 105-154.
- SALAS, V., y J. SAURINA (2003). «Deregulation, market power and risk behavior in Spanish banks», *European Economic Review*, n.º 47, pp. 1061-1075.
- SALOP, S. (1979). «Monopolistic Competition with Outside Goods», *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 141-156.
- TOIVANEN, O., y M. WATERSON (2005). «Market Structure and Entry: Where's the Beef?», *Rand Journal of Economics*, vol. 36, n.º 3, otoño, pp. 680-699.
- WATERSON, M. (1993). «Retail Pharmacy in Melbourne: Actual and Optimal densities», *The Journal of Industrial Economics*, vol. XLI, pp. 403-419.



## FINANZAS ISLÁMICAS: DESARROLLO RECIENTE Y OPORTUNIDADES

Alicia García-Herrero, Carola Moreno y Juan Solé (\*)

(\*) Alicia García-Herrero y Carola Moreno pertenecen al Servicio de Estudios del BBVA; Juan Solé, al Fondo Monetario Internacional. Las opiniones vertidas en el presente artículo corresponden a las de los autores y no se corresponden necesariamente con las del Servicio de Estudios del BBVA ni del FMI, su directorio ejecutivo o gerencia. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## Finanzas islámicas: desarrollo reciente y oportunidades

En los últimos años, las finanzas islámicas han ido penetrando los sistemas financieros de un número creciente de países occidentales, a pesar de un desconocimiento generalizado de los principios que rigen esta forma de hacer finanzas. Con tan solo un 20% del mercado potencial explotado, con la creciente acumulación de riqueza por parte de naciones islámicas exportadoras de petróleo y con el fuerte aumento en la población musulmana dentro y fuera del mundo islámico, el futuro de las finanzas islámicas se muestra prometedor. Sectores como la industria del petróleo en el Golfo Pérsico y del turismo en el Magreb tienen gran potencial de crecimiento y, por ende, grandes requerimientos de capital. Además, el que un banco pueda operar siguiendo los preceptos islámicos le da acceso a un *pool* de ahorro de distinta naturaleza para la financiación de sus clientes o la suya propia. Ahora bien, las finanzas islámicas también comportan retos, al encontrarse en una fase inicial de desarrollo. Los principales son la falta de un marco legal homogéneo y, en algunos casos, de una regulación adecuada a esta manera diferente de hacer finanzas. También es necesario aumentar la transparencia de estos mercados, especialmente en un contexto como el actual, en el que muchos inversores dudan de las bondades de la innovación financiera. Finalmente, la liquidez en los mercados de capitales islámicos sigue siendo muy estrecha.

### 1 Introducción

En los últimos tiempos, las finanzas islámicas han venido penetrando los sistemas financieros de un número creciente de países occidentales. Esta tendencia posiblemente continúe, por varios motivos: (i) la creciente acumulación de riqueza por parte de las naciones exportadoras de petróleo; (ii) el desarrollo de los mercados de capitales en el Golfo Pérsico y en el sudeste asiático; (iii) la competencia por parte de empresas occidentales para atraer nuevos flujos de capital, y, finalmente, (iv) el aumento de la población musulmana dentro y fuera del mundo islámico, debido al fuerte flujo migratorio desde estos países.

Sin embargo, a pesar de esta fuerte expansión de la banca islámica, un gran número de profesionales financieros y reguladores todavía desconoce el proceso por el cual los bancos islámicos logran implantarse en los sistemas financieros convencionales. Con el fin de suplir parcialmente esta carencia, el presente artículo intenta proveer una perspectiva general sobre este proceso y sobre los desarrollos recientes en el campo de las finanzas islámicas.

Este artículo analiza cuál ha sido el proceso de desarrollo, por un lado, de las finanzas islámicas en el ámbito bancario y su regulación y, por otro, de los mercados de capitales. También se analizan las oportunidades de negocio para la banca española.

### 2 Principales conceptos y origen de las finanzas islámicas

En forma muy resumida, tres son las principales prohibiciones que el Islam impone en las finanzas islámicas: (i) el cobro de interés (*riba*); (ii) el embarcarse en riesgos excesivos (*gharar*), y (iii) las apuestas (*maysir*). Estas prohibiciones explican que las finanzas islámicas hayan desarrollado instrumentos diferentes a los tradicionales. Por ejemplo, en vez de cobrar intereses a tasas pre-determinadas, los contratos financieros islámicos se basan en acuerdos para repartir pérdidas y ganancias. También, toda operación financiera debe estar respaldada por un activo real. Además, está prohibido comerciar productos relacionados con cerdo, pornografía o bebidas alcohólicas (*haram*). Esto último ha llevado a que, por ejemplo, Dow Jones, *Financial Times* y Standard & Poors hayan creado índices bursátiles especiales para las finanzas islámicas, de los que excluyen a aquellas empresas cuyas actividades contravienen los principios del Islam<sup>1</sup>.

1. Por ejemplo, el Dow Jones Islamic Markets Index aplica una serie de *filtros financieros* para decidir si una compañía puede ser incluida en el índice. Para pasar el filtro las empresas deben satisfacer una serie de criterios, como no tener una ratio de deuda/capitalización bursátil que supere el 33%. Véase [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com) para más detalles sobre los filtros aplicados en la selección de compañías.

El origen de la industria de finanzas islámicas se remonta a finales del siglo XIX, cuando el banco Barclays abrió una oficina en El Cairo. Inmediatamente las críticas de los expertos se hicieron sentir debido al cobro de intereses, asunto que, como se mencionó, es considerado usura y penado por la ley del Islam, *Shariah*. A partir de entonces, se comienzan a desarrollar instrumentos financieros alternativos, que respeten los principios religiosos del Islam. Si bien en un comienzo el desarrollo fue algo tímido, basado fundamentalmente en la apertura de ventanillas islámicas dentro de bancos tradicionales, en la última década ha sido explosivo, creciendo a tasas superiores al 20% anual.

Desde la década de 1980, también emergieron algunos bancos puramente islámicos, así como fondos mutuos guiados únicamente por los preceptos de la *Shariah*. Al mismo tiempo, fueron creándose instituciones académicas especializadas en el tema. En la última década, el mundo occidental ha comenzado a poner los ojos en esta industria, lo que se evidencia por un creciente número de artículos y publicaciones dedicados a entender las finanzas islámicas.

Actualmente, las actividades financieras islámicas se desarrollan en 75 países y existen alrededor de 300 entidades acogidas a dichos principios, de las cuales un tercio corresponde a bancos islámicos, cuyos activos alcanzan los 400 mm de dólares. El resto de la industria está compuesto por fondos mutuos, compañías de seguros (*takaful*), y la incipiente industria de los fondos de inversión (*hedge-funds*). En total, los activos ascienden a 800 mm de dólares, aproximadamente<sup>2</sup>.

### **3 Tendencias globales en banca islámica y marco regulatorio**

El proceso de bancarización islámico es un proceso en pleno desarrollo en multitud de países, por lo que los principios e instrumentos financieros han ido evolucionando a medida que los principios de banca islámica han sido comprendidos y asimilados de forma creciente por el público en general. Aun cuando la experiencia de cada país haya sido diferente, es posible distinguir tres fases generales que han caracterizado este proceso<sup>3</sup>.

La primera fase se inició con el establecimiento de instituciones mixtas que ofrecen un número selecto de productos en aquellos países donde la población gozaba de cierta familiaridad con los principios islámicos (por ejemplo, Malasia y algunos países de Oriente Medio en las décadas de los años 1960 y 1970). En esta fase, algunos bancos convencionales decidieron abrir ventanillas islámicas mediante las cuales podían atender las necesidades de negocio de aquellos clientes que desearan operar según los principios establecidos en la *Shariah*<sup>4</sup>.

Seguidamente, un número creciente de bancos comerciales en todo el mundo mostró interés en la posibilidad de ofrecer productos financieros islámicos. Este interés no solo respondía al deseo por parte de estos bancos de explotar las oportunidades de negocio ofrecidas por una creciente población musulmana en muchos países — como, por ejemplo, en el Reino Unido —, sino que también estaba motivado por el deseo de atraer a un número creciente de inversores internacionales que desearan realizar transacciones bajo el ámbito de la ley islámica.

La segunda fase se ha caracterizado por el establecimiento de bancos con vocación puramente islámica. Al contrario del caso de las ventanillas islámicas, los bancos islámicos son

---

2. Véase Jobst et ál. (2008). 3. Véase Solé (2008b) para una descripción más detallada de este proceso. 4. Una ventanilla islámica es simplemente una ventanilla dentro de una oficina bancaria a través de la cual los clientes del banco pueden realizar todas sus transacciones de acuerdo con los preceptos de la *Shariah*. Cuando se abre la ventanilla, los productos que se suelen ofrecer son depósitos a la vista y préstamos para empresas [véase Iqbal y Mirakhor (2007), para una descripción de estos productos]. La apertura de estas ventanillas islámicas requiere el establecimiento de «muros de separación», para evitar que los fondos dedicados a los productos islámicos se mezclen con los dedicados a la banca convencional.

instituciones que operan al cien por cien siguiendo los preceptos del Islam. Es importante resaltar que el uso de las ventanillas islámicas como plataforma de penetración en la industria financiera islámica ha sido una práctica más frecuente en el sudeste asiático que en oriente próximo y/o los países occidentales, en donde la tendencia reciente apunta al establecimiento de bancos puramente islámicos — como son los casos recientes de Kuwait, Siria, Reino Unido o Suiza —.

Finalmente, la tercera fase, quizás la más espectacular hasta el momento, y que se explica con más detalle en la siguiente sección, se ha caracterizado por la expansión de las finanzas islámicas a nivel mundial, desarrollándose así un verdadero mercado de capitales islámico. En esta etapa, instituciones financieras ofrecen un menú creciente de productos islámicos. Así, términos como *sukuk* (bonos islámicos), que eran completamente desconocidos en las principales plazas financieras hace una década, hoy día forman parte del menú de activos financieros accesible a los inversionistas internacionales.

A medida que la banca islámica continúa su penetración en países occidentales, una pregunta clave es si las instituciones islámicas requieren un nivel de supervisión bancaria similar al dispensado a las instituciones convencionales. A este respecto, es relativamente frecuente encontrarse con el argumento — un tanto ingenuo — de que, dado que la banca islámica se basa en contratos de riesgo compartido, estas instituciones no necesitan ser supervisadas al mismo nivel que los bancos convencionales. Pero, en realidad, tal y como defienden Errico y Farrahbaksh (1998), El-Hawary et ál. (2004) y Solé (2008b), entre otros, existe una serie de particularidades de la banca islámica que justifican un nivel de supervisión prudencial similar al de la banca tradicional. Estas son consideraciones de *riesgo moral*, protección de los intereses de los depositantes islámicos, así como aspectos de contención del posible riesgo sistémico de ciertas instituciones, dado su creciente tamaño e interconexión con otras instituciones financieras.

En opinión de FitchRatings, clasificadora de riesgos internacional, los riesgos a los que se enfrentan las instituciones financieras islámicas no son fundamentalmente diferentes a los de la banca convencional. La gran diferencia estaría, obviamente, en el riesgo de tasa de interés. En cuanto al riesgo de mercado que experimentan, este puede ser incluso un poco más alto — o, al menos, distinto — que el que enfrenta la banca no islámica, ya que debe incluir la volatilidad en la valoración de los activos reales subyacentes a cada operación, los que son usados como colateral de las transacciones financieras. Cabe mencionar por último, que es tal vez el riesgo operacional el que más preocupa en este tipo de instituciones.

Una vez resuelta la cuestión de si la banca islámica debe ser supervisada o no, nos queda la pregunta de qué modificaciones del marco regulatorio existente son necesarias para asegurar que las autoridades supervisoras puedan continuar desarrollando sus funciones de supervisión prudencial frente a los bancos islámicos. A este respecto, la experiencia internacional ha sido muy variada: las opciones han ido desde un enfoque minimalista (como el adoptado en el Reino Unido, donde todas las entidades de depósito tienen que cumplir con el mismo grupo de regulaciones, salvo por diferencias mínimas para los bancos islámicos) hasta un enfoque dual, en el que las autoridades establecen regulaciones específicas para cada tipo de institución financiera (como es el caso de Bahrein).

Independientemente de las experiencias particulares de cada país, la cuestión central es que la banca islámica presenta ciertos riesgos específicos que deben ser tenidos en cuenta tanto por las instituciones financieras como por las entidades reguladoras [véanse Bhambra (2007), Sundararajan (2007) y Solé (2008c)]. Reconociendo la necesidad de acuerdo en estos temas,

en el año 2002 se estableció en Malasia el *Islamic Financial Services Board* (IFSB) con el mandato de desarrollar estándares prudenciales y regulatorios para la industria financiera islámica internacional, y de identificar y publicar aquellas prácticas de países individuales que pudieran ser reconocidas como *best-practices* a nivel mundial. De hecho, y en cierto modo replicando el desarrollo del Acuerdo de Capital de Basilea II, el IFSB publicó en 2005 dos estándares regulatorios sobre capital y gestión de riesgos para instituciones islámicas<sup>5</sup>. Cabe mencionar que este organismo no solo se preocupa de la banca, sino que promueve la estabilidad de toda la industria de servicios financieros islámicos, y, como tal, también le concierne el mercado de capitales y la industria de seguros islámicos (*takaful*)<sup>6</sup>.

Existen otras instituciones de carácter internacional, además del IFSB, que proveen de un marco regulatorio base a los actores de la industria islámica. El más antiguo es el AAOIFI (por su nombre en inglés, *Accounting and Auditing Organization for Islamic and Financial Institutions*), que emite opiniones acerca de estándares contables y de auditoría. Las recomendaciones no son obligatorias, ya que las distintas entidades financieras deben cumplir con las regulaciones locales, a nivel país<sup>7</sup>. Asimismo, existe el IIFM (*International Islamic Financial Market*), que es un esfuerzo colectivo entre los bancos centrales y agencias monetarias de Bahrein, Brunéi, Indonesia, Malasia, Sudán y el Banco de Desarrollo Islámico (IDB). Además de promover y desarrollar el mercado de capitales islámico, se encarga de armonizar las distintas interpretaciones de *Shariah* para las operaciones y productos islámicos, pero no está a cargo de resolver disputas al respecto, rol que le cabe al ARCIFI (*Arbitration and Reconciliation Center for Islamic Financial Institutions*). Por último, merece la pena mencionar la existencia de: i) el LMC (*Liquidity Management Center*), que se encarga de facilitar los préstamos interbancarios de manera que dé liquidez a las instituciones que necesitan calzar activos y pasivos. En este sentido, apoya al IIFM en cuanto a la creación de mercados secundarios para mercados de dinero; ii) el IIRA (agencia internacional islámica clasificadora de riesgos), y iii) el CIBAFI (consejo general de bancos e instituciones financieras islámicas).

Ahora bien, en el ámbito nacional las autoridades regulatorias deben fomentar un entorno en el que sea posible para las instituciones islámicas ofrecer una respuesta adecuada a las demandas de negocio por parte de inversores y depositantes. Esto no equivale a decir que las instituciones islámicas deban gozar de ventajas regulatorias, sino de un entorno neutral. De esta manera se minimiza la posibilidad de que en las primeras etapas del proceso algunas transacciones islámicas caigan en vacíos legales y sean vistas con reticencia por parte del público.

En esta línea, la actitud del regulador británico —la *Financial Services Authority (FSA)*— es que las finanzas islámicas se regulen en las mismas condiciones que las finanzas tradicionales. Para expresarlo, la FSA informó de que su política respecto a las entidades islámicas sería «sin obstáculos y sin favores»<sup>8</sup>. Es ciertamente con esta vocación con la que la FSA colaboró estrechamente con el *Islamic Bank of Britain (IBB)* para encontrar una solución que permitiera al IBB ofrecer cuentas de inversión islámicas al mismo tiempo que permitiera a la institución ser miembro del seguro de depósitos (tal y como está mandado por la FSA). La solución adopta-

---

5. Véanse los documentos publicados por el IFSB: «Capital Adequacy Standards for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services» y «Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering Only Islamic Financial Services». 6. Esta institución también se dedica a la investigación y a la coordinación de iniciativas relacionadas con las finanzas islámicas, al mismo tiempo que organiza seminarios y conferencias tanto para reguladores como para los distintos actores del mercado. Todas estas actividades son instancias importantes para acercar posiciones en temas de regulación y de *best-practices* a nivel internacional. 7. Según FitchRatings (2007), la mayor dificultad desde el punto de vista contable son las diferencias en el tratamiento de las cuentas de inversión (*mudarabah*), lo cual tiene implicaciones significativas en el cálculo del nivel adecuado de capital y en la gestión de liquidez. 8. «No obstacles, no special favours»; véase Briefing Note BN016/06, «Islamic Banking in the UK», obtenible en [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

da fue que el IBB ofrecería a sus clientes la opción entre cuentas de inversión islámicas (las cuales no tienen el principal garantizado) y cuentas garantizadas. Asimismo, la FSA ha emitido normas regulatorias para hipotecas islámicas<sup>9</sup>.

#### 4 Tendencias en mercados de capitales islámicos

La tercera etapa de globalización de las finanzas islámicas que mencionábamos al comienzo ha sido el desarrollo de los mercados de capitales, principalmente a través de la emisión de bonos islámicos (*sukuk*). Los *sukuk* son similares a los *asset-backed securities* (ABS), valores que tienen como respaldo un activo real. Existen numerosas formas de estructurarlos, catorce al menos, de acuerdo con la AAOIFI.

En los últimos años, la proliferación de instrumentos islámicos ha sido espectacular, abarcando una amplia gama de productos de banca de inversión: desde *sukuk* soberanos (como el emitido por el estado alemán de Saxony-Anhalt en 2004 por un valor de 100 millones de euros), a *sukuk* corporativos (como el emitido por el grupo petrolero tejano East Cameron Partners por un monto de 166 millones de dólares), pasando por algunas iniciativas de inversión más sofisticadas (como el pionero fondo de cobertura anunciado por *Société Générale* en 2006)<sup>10</sup>.

El crecimiento del mercado de *sukuk* ha sido notable. En el año 2003 el volumen emitido alcanzaba los 1,9 mm de dólares, mientras que en 2007 llegó a niveles de 51,5 mm de dólares. Al compararlo con el mercado de bonos convencionales, vemos que el islámico es esencialmente un mercado de corto plazo (con madurez no superior a los diez años) y con un mercado secundario muy limitado, debido en gran parte a que la mayoría de las emisiones han sido adquiridas por inversionistas institucionales musulmanes, y con la intención de mantener estos títulos en cartera hasta su vencimiento (*buy-and-hold*). En la medida en que el mercado vaya profundizándose, esta situación irá cambiando. De hecho, algunas de las últimas operaciones apuntan a una extensión de los plazos con emisiones a veinte años (*sukuk* de Saudi Basic Industries Corporation).

Por último, la moneda de denominación más frecuente es el dólar americano, aun cuando esta ha ido perdiendo importancia en los últimos años, dando paso a emisiones denominadas en, por ejemplo, *ringgit* (la moneda malaya), reconociendo con ello la creciente importancia de Malasia en las finanzas islámicas.

Del total de emisiones, menos del 20% corresponde a emisiones de gobiernos soberanos. En promedio, se realiza una emisión global soberana al año. La primera emisión que abrió el mercado de los *sukuk* soberanos fue en el año 2002, realizada por el gobierno de Malasia, con la ayuda de HSBC como gestor principal de la emisión. La emisión se realizó por un valor de 600 millones de dólares, con una madurez de cinco años y a una tasa flotante acordada equivalente a LIBOR + 0,95%.

Los años posteriores han visto emisiones soberanas a cargo de Qatar (700 millones de dólares a siete años realizada el año 2003), Bahréin (250 millones de dólares a cinco años en 2004, y 350 millones de dólares al mismo plazo en 2008) y Pakistán (500 millones de dólares en 2005). La más reciente emisión de este tipo corresponde a Indonesia, la cual se realizó en agosto de 2008, con vencimiento a siete y diez años, y denominado en *rupiahs*. Las tasas obtenidas fueron del 11,8% en el *sukuk* a siete años y del 11,95% en aquellos a diez años. Ambas tasas fueron menores que las de bonos convencionales de madurez comparable. Sin

9. Véase PN041/2006, «Home reversions and Islamic mortgages get new consumer protections», obtenible en [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk). 10. Véase *Financial Times* de 22 de diciembre de 2006.

embargo, no se logró levantar el monto deseado en recursos (aproximadamente, 514 millones de dólares), por lo que volverá a realizar una emisión en octubre de este año, esta vez en dólares (1 mm a 1,5 mm de dólares)<sup>11</sup>. Otros países que han mostrado interés son Tailandia y, últimamente, Siria.

Con todo, la mayor parte de las emisiones corresponde a corporativos, equivalente al 86% del total. Una gran parte de estos proviene de empresas ubicadas en zonas donde existe mayoría de población musulmana; principalmente, del sector de servicios financieros y, en segundo lugar, del inmobiliario<sup>12</sup>. Según Jobst et ál. (2008), una de las razones por las cuales algunas de las emisiones han logrado gran éxito (por ejemplo, 3,5 mm de dólares) es que estas cuentan con garantía implícita de sus gobiernos. Es decir, se podría decir que son emisiones semi-soberanas.

De los muy pocos emisores no musulmanes, cabe destacar al Banco Mundial, que emitió un *sukuk* por el equivalente a 200 millones de dólares (760 millones de *ringgit* malayos) en 2005<sup>13</sup>. Estados Unidos es un mercado muy poco desarrollado, principalmente debido a que muchos estados no permiten la emisión de *sukuk*, y hasta el momento las finanzas islámicas no han gozado de gran popularidad<sup>14</sup>. Llama la atención, por otra parte, el caso de Francia, país que alberga a una enorme población musulmana (seis millones, aproximadamente) y donde no hay instituciones de banca islámica. Japón estaría planeando emitir uno, al igual que el Reino Unido, pero solo este último ha avanzado en explorar realmente la alternativa<sup>15</sup>.

Si bien la mayor parte de las emisiones está listada en Dubai, en términos de deuda vigente y número de emisiones, el mercado de *sukuk* de más volumen es Malasia. El crecimiento de las emisiones en este país responde fundamentalmente a un ambiente regulatorio más flexible, que ha permitido mayor innovación y liquidez [véase Solé (2008b)].

A pesar de que hasta ahora la totalidad de las emisiones de *sukuk* se origina en Asia, el Golfo y Pakistán, existe un mercado secundario en Londres, donde los bonos pueden ser listados y transados. Este es el único mercado occidental donde se han hecho esfuerzos concretos por desarrollar las finanzas islámicas. De hecho, los volúmenes negociados en 2006 eran prácticamente nulos, pero en enero de 2007 alcanzaban ya los 2 mm de dólares (1,5 mm de euros)<sup>16</sup>. Más aun, el Reino Unido realizó una consulta formal para considerar la posibilidad de emitir un bono islámico denominado en libras esterlinas. La respuesta del Gobierno, emitida en junio de 2008, no es concluyente, pero determina que, en caso de realizarse, serían emisiones a corto plazo (uno, tres y seis meses), como parte de un programa de emisiones con una cota superior a 2 mm de libras. Este programa quedaría integrado dentro del programa de tesorería convencional. En términos de la estructuración del *sukuk*, se estima que la más favorable sería del tipo *ijara*, es decir, *leasing*.

Aun cuando la crisis financiera desatada en Estados Unidos a mediados de 2007 —debido a la desvalorización de los bonos relacionados con créditos hipotecarios *subprime*— no ha tenido las repercusiones que ha experimentado el resto del sistema financiero internacional, los datos para el primer semestre del 2008 dan cuenta de una desaceleración importante en la emisión de *sukuk*, que ha caído un 54% con respecto al primer semestre de 2007<sup>17</sup>. Cabe

---

11. *sukuk.net*. 12. Jobst et ál. (2008). 13. Citado por Jobst et ál. (2008). 14. Gran parte de la baja popularidad se debe a la desconfianza que generan los nuevos instrumentos. 15. En noviembre de 2007 se abrió un proceso de consulta que finalizó en febrero de 2008, para luego emitir una opinión al respecto en junio de 2008. HM Treasury ([http://www.hm-treasury.gov.uk/consultations\\_and\\_legislation/sukuk\\_issuance/consult\\_sukuk\\_issuance.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/consultations_and_legislation/sukuk_issuance/consult_sukuk_issuance.cfm)). 16. *Financial Times*, «Britain leads secondary market for Islamic bonds», 5 de febrero de 2007. 17. De acuerdo con información obtenida de IFIS.

mencionar que, si bien se han observado aumentos en los *spreads* de los *sukuk*, la fuerte caída en el volumen de emisiones no queda completamente explicada por la crisis de las hipotecas *subprime*, sino que responde, en parte, a la situación regional de los emisores —dado el alto volumen de las emisiones planeadas— y a temas regulatorios, como se comentará a continuación.

En noviembre de 2007, el experto Sheikh Muhammad Taqi Usmani planteó críticas de fondo que hicieron palidecer por un tiempo al mercado de los *sukuk*. Como consecuencia, las regulaciones fueron revisadas y el AAOIFI emitió nuevas recomendaciones en febrero de 2008. La llamada de atención tuvo relación con dos modalidades de *sukuk*: los *mudarabah* y los *musharakah*, que desde finales de 2006 eran los más usados (85% del total) y cuya estructura podría haber violado el principio fundamental de compartir pérdidas y ganancias. Hasta que no se materializó la opinión del AAOIFI, prácticamente se congelaron las nuevas emisiones, y las que se realizaron en su mayoría fueron estructuradas como *sukuk ijara (leasing)*. Esta modalidad era la única que se usaba antes de 2005 y había perdido popularidad frente a las otras dos, ya que los inversores preferían las que eran más similares a los bonos convencionales.

De esta forma, un aspecto relevante en el momento de analizar el futuro de estos instrumentos es su validación por parte de los expertos islámicos, conocidos como *scholars*, puesto que el conjunto de leyes islámicas ha de ser interpretado dentro de lo que es el contexto de las finanzas. Así, hay mercados islámicos más ortodoxos que otros, y el tipo de productos que se transan en unos y otros tiene características distintas. La homogeneización de criterios, por lo tanto, es uno de los grandes retos de la industria, que se suma a los que tratamos en la próxima sección.

De cara al futuro, Dubai y Malasia compiten por convertirse en el próximo centro internacional de finanzas islámicas. Con este objetivo, ambos han realizado importantes esfuerzos por incrementar la liquidez del mercado secundario de *sukuk*. Hasta la fecha, Bahrein es todavía el más importante, ya que tiene la ventaja de haber sido el primero en permitir la entrada de bancos extranjeros. Además, las principales organizaciones multinacionales que regulan el sector se encuentran ubicadas en esta plaza financiera. Sin embargo, ha perdido terreno frente a Dubai y Malasia, por el carácter más liberal de estos<sup>18</sup>.

A pesar de tener una baja proporción de población musulmana, Singapur también aspira a convertirse en el próximo centro internacional para las finanzas islámicas. Hong Kong, a su vez, está haciendo esfuerzos por acaparar negocios y situarse como el centro financiero del futuro, aun cuando comenzó más tarde que Dubai y Malasia. El único occidental «en competencia» es Londres. Lógicamente, esta ciudad tiene la ventaja de ser actualmente un centro financiero de finanzas convencionales y de haber creado ya un mercado secundario relativamente líquido para los bonos islámicos.

Por último, cabe mencionar que, aparte de la banca islámica minorista y de inversión, existen otros actores, como son los fondos mutuos y compañías de seguros (*takaful*), que cumplen con las normas de la *Shariah* y que se suman a este mundo de las finanzas islámicas. Hasta la fecha, se han creado aproximadamente 250 fondos mutuos (300 mm de dólares) y 80 *takaful* en el mundo (5 mm de dólares en primas brutas, asegurando 20 mm de dólares).

---

**18.** Malasia es un caso digno de destacar, ya que cuenta con el mercado más liberal, que ha logrado potenciar el mayor nivel de competencia, y con estándares de mayor transparencia. Desde el año 2006 ha implementado incentivos tributarios para atraer a instituciones extranjeras, tanto bancarias como de seguros, para la administración de fondos y también para las emisiones de *sukuk*. El Gobierno está actuando activamente para lograr posicionar a Kuala Lumpur como el próximo centro financiero islámico.

Asimismo, se están empezando a desarrollar fondos de cobertura (*hedge funds*) que cumplan con las leyes islámicas, principalmente por parte de individuos con patrimonios muy elevados que actualmente invierten en *hedge funds* convencionales, pero que preferirían uno que se acogiera a la *Shariah*. En este sentido, existen fondos que invierten el 95% del capital en *mu-darabah* y el resto en acciones, y así pueden replicar algunas de las características de los fondos de cobertura.

En cuanto a las perspectivas de futuro, cabe decir que, a pesar de que este tipo de productos probablemente continuará floreciendo —sobre todo, en aquellos países con sistemas financieros más sofisticados—, las perspectivas de crecimiento de la banca de inversión y de la banca al por menor no van a ir necesariamente de la mano en el futuro. Por una parte, el desarrollo de la última está ligado a las tendencias geográficas y demográficas de la población musulmana en estos países. Por otra parte, la banca de inversión islámica se beneficia de la alta movilidad de capitales existente hoy y de los avances en tecnología y comunicación, que permiten realizar transacciones financieras a larga distancia.

## **5 Oportunidades de negocio y retos para la banca española**

El desarrollo de la banca y de las finanzas islámicas presenta oportunidades relativamente complementarias con las que puede ofrecer la banca tradicional, al tratarse de dos mercados todavía bastante segmentados. En primer lugar, la generación de riqueza en el mundo árabe ha sido espectacular en los últimos años, al tratarse, en buena medida, de países exportadores de petróleo, cuyo precio ha aumentado sustancialmente. Además de generar riqueza, muchos de estos países —especialmente, en el Golfo Pérsico— han podido atraer capital interesado en invertir en la región a través de un creciente menú de productos financieros, en buena parte islámicos.

Respecto al tamaño actual de la industria financiera islámica (de unos 800 mm de dólares), la agencia de calificaciones Standard & Poor's ha estimado un potencial de mercado de unos 4 mm de dólares en las condiciones actuales. Esto significa que las instituciones islámicas habrían explotado solo el 20% del mercado potencial. En el mismo sentido, es importante recordar que las finanzas islámicas representan menos del 1% de los instrumentos financieros existentes, cuando la población musulmana representa el 20% de la población mundial.

Respecto a las regiones y sectores con mayores necesidades de capital y, por lo tanto, con más potencial de crecimiento, se encuentran las industrias del petróleo, gas, petroquímica, infraestructuras<sup>19</sup> y sector inmobiliario en el Golfo Pérsico, así como la industria turística, manufacturas y proyectos de inversión en infraestructuras en el norte de África (Magreb). Aunque la financiación de estos proyectos podría hacerse con instrumentos tradicionales, la elección de instrumentos islámicos puede facilitar el acceso al ahorro local (principalmente, en el caso del Golfo Pérsico) o de ahorradores musulmanes en general (en el caso del Magreb, donde el ahorro interno es escaso), y especialmente del Golfo Pérsico, posiblemente a través de sus enormes fondos soberanos de riqueza.

En el caso concreto de la banca española, las oportunidades paracen claras. Por un lado, y desde el punto de vista de banca al por menor, el desarrollo económico en el Magreb, zona colindante con España y con crecientes lazos económicos con nuestro país, podría generar oportunidades de negocio y de diversificación, dada la baja correlación de estos mercados con el resto del mundo. Otra posibilidad interesante es el acceso al ahorro del mundo islámico a través de la emisión de *sukuk*, o bien para la propia financiación de los bancos y para sus clientes.

<sup>19</sup> Según la agencia Moody's, Arabia Saudita planea inversiones por valor de más de 87 mm de dólares, y Qatar, por 70 mm de dólares.

Adicionalmente, el crecimiento de la población musulmana en España constituye otra fuente de generación potencial de negocio a nivel de banca minorista. A medida que esta inmigración se implante de manera más consolidada e incremente su poder adquisitivo, los bancos españoles podrían beneficiarse si saben responder a las demandas de productos financieros islámicos por parte de este creciente segmento de la población. Tal ha sido el caso, por ejemplo, en el Reino Unido con la apertura del *Islamic Bank of Britain*.

A pesar del futuro prometedor de las finanzas islámicas, las oportunidades de negocio recién mencionadas no están exentas de riesgo. Existe una serie de retos que deben ser afrontados por esta industria, tanto a nivel regional como global. En primer lugar, dada la creciente competencia entre entidades financieras en el ámbito mundial y la probable desconfianza en productos financieros desconocidos que la crisis de las *subprime* va a generar en un futuro próximo, las instituciones islámicas deberán realizar un mayor esfuerzo de marketing y venta de sus productos. Este esfuerzo es vital de cara a la competencia tanto entre instituciones islámicas como entre instituciones islámicas y convencionales.

En segundo lugar, es crucial que se establezcan marcos legales y regulatorios que faciliten el desarrollo de las actividades financieras islámicas. Esta carencia podría inhibir tanto a bancos como a inversores institucionales a participar en las emisiones de *sukuk*, por el temor de que estas transacciones involucren riesgos legales y por el costo asociado con ser pioneros en estas emisiones. En particular, existe la necesidad apremiante de unificar los marcos conceptuales y prácticas de los dos ejes principales de las finanzas islámicas: el Golfo Pérsico y el sudeste asiático. Esta última es una región donde los expertos en la *Shariah* han tendido a ofrecer interpretaciones más liberales de los preceptos establecidos en ella, y por lo tanto han autorizado operaciones e instrumentos que no necesariamente gozarían de aprobación en el Golfo.

La homogeneización de prácticas no es solo un tema relevante al comparar estas dos zonas geográficas. Dentro de un mismo país, los consejos de expertos en la *Shariah* de distintas instituciones pueden emitir opiniones divergentes en cuanto a una misma operación. Un consejo podría aprobarla, mientras que otro podría rechazarla. Al final del día, el mercado no contaría aún con una opinión unificada. Existe un cierto número de países donde todos los bancos islámicos están obligados a operar bajo las directrices impuestas por un comité nacional de expertos en la *Shariah*, generalmente dentro de los bancos centrales o autoridades reguladoras de cada país. Tal es el caso, por ejemplo, de Irán, Sudán o Malasia. La homologación a nivel nacional que resulta de la existencia de estos comités da una cierta ventaja, en cuanto a transparencia y homogeneidad de productos, a estos países.

Por último, merece una atención particular el desafío propuesto por la gestión de riesgos. Dados el gran tamaño y la concentración sectorial de las inversiones planeadas, los bancos islámicos deben permanecer vigilantes respecto a estos riesgos de concentración y deben desarrollar sistemas de gestión de riesgos (*best-practices*) adecuados. Además, es importante que se haga un buen manejo del riesgo de desfase de plazos entre activos y pasivos, que puede generar crisis de liquidez, ya que actualmente los activos de los bancos islámicos tienden a ser mucho más largos que los plazos de los depósitos.

## BIBLIOGRAFÍA

- BHAMBRA, H. (2007). «Supervisory Implications of Islamic Finance in the Current Regulatory Environment», en Simon Archer y Rifaat Ahmed Abdul Karim (eds.), *Islamic Finance: The Regulatory Challenge*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- EL-HAWARY, D., W. GRAIS y Z. IQBAL (2004). *Regulating Islamic Financial Institutions: The Nature of the Regulated*, World Bank Working Paper 3227, World Bank, Washington.

- ERRICO, L., y M. FARRAHBAKSH (1998). *Islamic Banking: Issues in Prudential Regulation and Supervision*, IMF Working Paper 98/30, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- FINANCIAL TIMES (2006). 22 de diciembre.
- FITCHRATINGS (2007). *Islamic Banking – Factors in Risk Assessment*, marzo.
- HESSE, H., A. JOBST y J. SOLÉ (2008). «Trends and Challenges in Islamic Finance», *World Economics*, vol. 9:2.
- IQBAL, Z., y A. MIRAKHOR (2007). *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Pte. Ltd.
- JOBST, A., P. KUNZEL, P. MILLS y A. SY (2008). *Islamic Issuance – What Sovereign Debt Managers Need to Know*, International Monetary Fund Policy Discussion Paper, julio.
- MORENO, C. (2008). *Islamic Finance*, Global Trends, Economic Research Department, BBVA.
- SOLÉ, J. (2008a). «Prospects and Challenges for Developing Bond and sukuk Markets in Kuwait», *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol. 1, n.º 1.
- (2008b). «Introducing Islamic Banks into Conventional Banking Systems», *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, vol. 4, n.º 2 (mayo-agosto).
- (2008c). *Risks and Stress-Tests in Islamic Banking*, IMF Working Papers, de próxima aparición.
- SUNDARARAJAN, V. (2007). «Risk Characteristics of Islamic Products: Implication for Risk Measurement and Supervision», en Simon Archer y Rifaat Ahmed Abdul Karim (eds.), *Islamic Finance: The Regulatory Challenge*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- YAQUBY, N. (2005). «Shariah Requirements for Conventional Banks», *Journal of Islamic Banking and Finance*, vol. 22, julio-septiembre, n.º 3.

## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN ESTABILIDAD FINANCIERA

### Número 1 – septiembre 2001

Labor reciente del Comité de Basilea no relacionada con el capital,  
*Danièle Nouy*

Las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea,  
*Raimundo Poveda Anadón*

Introducción al Pilar 1 de Basilea II,  
*Fernando Vargas*

El Proceso de Revisión Supervisora en las propuestas del Comité de Basilea,  
*Joaquín Gutiérrez García*

Entidades de crédito: transparencia y disciplina de mercado,  
*Anselmo Díaz*

El proceso de revisión de capital en la Unión Europea,  
*Cristina Iglesias-Sarria*

Basilea II: efectos sobre la práctica supervisora,  
*José María Lamamié de Clairac y Francisco Gil Almansa*

El coeficiente de solvencia de las entidades de crédito españolas,  
*Pilar Álvarez Canal*

Capital regulatorio y capital económico: el efecto de la calidad crediticia y del ajuste por vencimiento,  
*Gregorio Moral, Carlos Corcóstegui y Raúl García*

Modelos factoriales de riesgo de crédito: el modelo de Basilea II y sus implicaciones,  
*Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña*

### Número 2 – marzo 2002

Basilea 2: Desarrollos desde la publicación del papel consultivo de enero de 2001,  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Capital regulatorio y capital económico: prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital y análisis de escenarios de crisis,  
*Luis González Mosquera*

Los determinantes del excedente de recursos propios de las entidades españolas,  
*Juan Ayuso, Daniel Pérez y Jesús Saurina*

Dinámica temporal de diferentes definiciones de impago,  
*José Ramón Martínez Resano*

Un sistema de clasificación (*rating*) de acreditados,  
*Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña*

Tratamiento contable de los instrumentos financieros,  
*Anselmo Díaz*

Supervisión del riesgo de liquidez,  
*Bernardo Orsikowsky*

Riesgos en la compensación y liquidación transfronteriza de valores,  
*M.ª Nieves García-Santos*

### Número 3 – noviembre 2002

Indicadores adelantados de crisis y su papel en el análisis económico,  
*Santiago Fernández de Lis y Alicia García Herrero*

Los derivados de crédito,  
*Jorge Pérez Ramírez*

Incorporación de la tecnología de la información a la actividad bancaria en España: la banca por Internet,  
*Javier Delgado y María Jesús Nieto*

Las pequeñas y medianas empresas en el sistema crediticio español y su tratamiento según Basilea II,  
*Jesús Saurina Salas y Carlos Trucharte Artigas*

Estimación de la severidad de una cartera de préstamos hipotecarios,  
*Gregorio Moral Turiel y Raúl García Baena*

Los sistemas de garantía de depósitos como promotores de la estabilidad financiera,  
*Luis Javier García Macarrón*

#### Número 4 – mayo 2003

El marco general de la validación de procedimientos internos en Basilea II: el enfoque IRB,  
*Fernando Vargas*

Ciclo económico y capital regulatorio: evidencia en un sistema de clasificación de acreditados,  
*Carlos Corcóstequi, Luis González Mosquera, Antonio Marcelo y Carlos Trucharte*

Basilea II y la gestión de las entidades financieras: consideraciones estratégicas,  
*Manuel A. Méndez*

La nueva regulación de los conglomerados financieros: cuestiones fundamentales,  
*José Manuel Gómez de Miguel*

El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico,  
*María Gutiérrez*

Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa,  
*María Jesús Nieto y Juan M.ª Peñalosa*

#### Número 5 – noviembre 2003

Algunas claves sobre la contabilidad europea: el nuevo proceso regulador y las nuevas normas,  
*Begoña Giner Inchausti*

La contribución de los sistemas de pagos a la estabilidad financiera. El caso español,  
*Susana Núñez y María Luisa Leyva*

Basilea II: tercer documento consultivo y últimos avances,  
*Lnette Field*

El estudio del impacto cuantitativo en España de la propuesta (CP3) de Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea,  
*Cecilia Lozano*

Basilea II: un análisis de los cambios en el enfoque IRB,  
*Jesús Saurina y Carlos Trucharte*

Inversión en el sector financiero de los países emergentes: posibles riesgos y su gestión,  
*Sonsoles Gallego, Alicia García Herrero y Cristina Luna*

El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación,  
*Vicente Salas Fumás*

De la función de riesgos: una aproximación a los riesgos del balance,  
*Juan Andrés Yanes y Jesús M. Tarriba Unger*

Especialización crediticia y resultados en la banca europea,  
*Javier Delgado, Daniel Pérez y Vicente Salas*

#### Número 6 – mayo 2004

Indicadores de estabilidad financiera (FSI). Origen, aspectos metodológicos y elaboración para las entidades de depósito españolas,  
*Cristina Luna*

Las pruebas de estrés en los programas de evaluación del sistema financiero,  
*Roberto Blanco Escolar y Alicia García Herrero*

Margen de intermediación de las entidades de depósito,  
*José Cebrián Carrasco*

Implicaciones de Basilea II para América Latina,  
*Andrew Powell*

Perspectivas de rentabilidad de la banca por Internet en Europa,  
*Javier Delgado, Ignacio Hernando y María Jesús Nieto*

Análisis institucional y económico de la nueva Ley Concursal,  
*Esteban van Hemmen Almazor*

**Número 7 – noviembre 2004**

El Nuevo Acuerdo de Capital «Basilea II» y su transposición europea: el proceso y la implementación,  
*Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas*

Las Centrales de Riesgos: una herramienta para Basilea II,  
*Carlos Trucharte*

Validación de enfoques IRB para el cálculo del capital mínimo por riesgo de crédito,  
*Gregorio Moral*

Activos financieros en el exterior e indicadores de riesgo,  
*Raquel Lago y Jesús Saurina*

Enfoque regulatorio en un mundo de riesgo no-cero,  
*Joseph Eyre*

Capital regulatorio y capital económico: un análisis de sus determinantes,  
*Abel Elizalde y Rafael Repullo*

Indicadores de riesgo a partir de los resultados contables de las empresas,  
*Sonia Ruano y Vicente Salas*

**Número 8 – mayo 2005**

La perspectiva económica en las normas de información financiera,  
*Jorge Pérez Ramírez*

El Banco de España y la vigilancia de los sistemas de pago,  
*Banco de España*

Evolución en España de las tarjetas como medio de pago (1996-2004),  
*Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España*

XBRL, una herramienta para la transparencia y reducción de la carga informativa.  
Los trabajos de la Asociación XBRL España,  
*Manuel Ortega*

La evolución del sistema bancario español desde la perspectiva de los Fondos de Garantía de Depósitos,  
*Isidro Fainé Casas*

Análisis de la dispersión de los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios,  
*Alfredo Martín Oliver, Vicente Salas Fumás y Jesús Saurina*

Prociclicidad, volatilidad financiera y Basilea II,  
*Emiliano González Mota*

El tratamiento del riesgo operacional en Basilea II,  
*M.ª Ángeles Nieto Giménez-Montesinos*

**Número 9 – noviembre 2005**

El FSAP, un instrumento para la estabilidad y el desarrollo,  
*Ignacio Garrido*

Aspectos críticos en la implantación y validación de modelos internos de riesgo de crédito,  
*Raúl García Baena, Luis González Mosquera y María Oroz García*

Las implicaciones de Solvencia II en el sector asegurador español,  
*Ricardo Lozano Aragüés*

Cooperación en materia de supervisión en la Unión Europea y el papel del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS),  
*Linette Field*

*Hedge funds* y riesgo sistémico: una primera aproximación,  
*M.ª Nieves García Santos*

**Número 10 – mayo 2006**

Ciclo crediticio, riesgo de crédito y regulación prudencial,  
*Gabriel Jiménez y Jesús Saurina*

Un modelo de análisis del riesgo de crédito y su aplicación para realizar una prueba de estrés del sistema financiero mexicano,  
*Javier Márquez Díez-Canedo y Fabricio López-Gallo*

Estimaciones de la EAD para contratos con límites de crédito explícito,  
*Gregorio Moral*

La posición relativa de la banca española en el contexto europeo,  
*Luis Gutiérrez de Rozas*

El gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores cotizados en mercados oficiales. Un resumen del Informe Anual del ejercicio 2004,  
*Paulino García Suárez*

#### Número 11 – noviembre 2006

Funciones y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI)  
*David Vegara*

La responsabilidad de los administradores y directivos de las entidades de crédito  
*Jaime Herrero*

Evaluación de las metodologías para medir el valor en riesgo  
*Clara I. González y Ricardo Gimeno*

Medición efectiva del riesgo operacional  
*Santiago Carrillo Menéndez y Alberto Suárez*

La aversión al riesgo en el mercado español de renta variable  
*Carlos L. Aparicio Roqueiro*

Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero  
*Ramiro Losada López*

#### Número 12 – mayo 2007

La supervisión financiera: situación actual y temas para debate  
*Gonzalo Gil y Julio Segura*

MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores  
*M.ª Nieves García Santos*

Las tarjetas de pago ante el proyecto SEPA: algunas reflexiones  
*Sergio Gorjón Rivas*

Un nuevo marco de seguro de depósitos para España  
*Pablo Campos, Miguel Yagüe e Iker Chinchetru*

El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riesgos para la estabilidad financiera internacional  
*Enrique Alberola Ila y Santiago Fernández de Lis*

Determinantes microeconómicos de la morosidad de la deuda bancaria en las empresas no financieras españolas  
*Sonia Ruano Pardo*

La especialización de las entidades de depósito en el crédito a las empresas no financieras  
*Javier Delgado*

#### Número 13 – noviembre 2007

Algunas cuestiones relevantes en el proceso internacional de convergencia contable: IASB vs. FASB  
*Carlos José Rodríguez García y Alejandra Bernad Herrera*

La evolución de las operaciones de *Leveraged Buy Out* y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera  
*María-Cruz Manzano*

El número de relaciones bancarias de empresas e individuos en España: 1984-2006  
*Gabriel Jiménez, Jesús Saurina y Robert Townsend*

Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea  
*Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández*

El proceso de apertura del sector bancario chino y el papel de la banca extranjera. Situación y perspectivas  
*Daniel Santabárbara García*

La bancarización en Latinoamérica. Un desafío para los grupos bancarios españoles  
*José María Ruiz*

#### Número 14 – mayo 2008

Regulación e innovación en la reciente crisis financiera  
*Jaime Caruana*

The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations  
*Claudio Borio*

Los déficits estructurales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios  
*Javier Alonso*

Anatomy of a modern credit crisis  
*Ángel Ubide*

La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial  
*Eva Catarineu y Daniel Pérez*

Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales  
*Pedro del Río*

De los modelos de banca y la función de riesgos  
*Francisco Sánchez Ferrero y Juan Andrés Yanes Luciani*

Understanding credit derivatives  
*Abel Elizalde and Alberto Gallo*

**Número 15 – noviembre 2008**

El papel del modelo de «originar para distribuir» en la crisis financiera de 2007  
*José María Roldán*

La banca española ante la actual crisis financiera  
*José Antonio Álvarez*

La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera  
*Manuel González Cid*

Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española  
*Santiago Fernández de Lis y Alfonso García Mora*

La nueva circular sobre solvencia de las entidades de crédito: contenido e impacto sobre la labor supervisora del Banco de España  
*Fernando Vargas y José María Lamamié*

Estrategias de expansión de las entidades de depósito españolas. Una primera aproximación descriptiva  
*Javier Delgado, Jesús Saurina y Robert Townsend*

Finanzas islámicas: desarrollo reciente y oportunidades  
*Alicia García-Herrero, Carola Moreno y Juan Solé*



## ARTÍCULOS PUBLICADOS EN NOTAS DE ESTABILIDAD FINANCIERA

- Número 1 – marzo 2002**
- La provisión para insolvencias en las entidades de crédito. Presente, futuro y pasado  
*Rafael Prado*
- Número 2 – noviembre 2002**
- Debida diligencia con la clientela de los bancos  
*Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*
- Las Cuarenta Recomendaciones  
*Grupo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Capitales*
- Directrices globales para la prevención del blanqueo de capitales en actividades de banca privada  
*Grupo Wolfsberg*
- El sistema financiero y el blanqueo de capitales  
*Ignacio Palicio Díaz-Faes*
- Número 3 – julio 2003**
- El modelo contable IASB. Análisis comparativo con la normativa de las entidades de crédito españolas  
*Jorge Pérez Ramírez*
- Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo. La estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir
- Reglamento de aplicación de las IAS en la UE, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de Normas Internacionales de Contabilidad
- Mejora de la transparencia bancaria. Información pública e información supervisora para fomentar sistemas bancarios sólidos y seguros  
*Comité de Supervisión Bancaria de Basilea*
- Grupo de Trabajo Multidisciplinar para mejorar la Información Difundida
- Número 4 – mayo 2006**
- Impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas  
*Daniel Pérez*
- Número 5 – diciembre 2006**
- El programa de evaluación del sector financiero del Fondo Monetario Internacional/Banco Mundial  
*Tomás J. T. Baliño*
- Preparación del FSAP en el Banco de España  
*Ignacio Garrido Sánchez*
- Evaluación del cumplimiento de los «Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva»  
*Antonio Pancorbo de Rato*
- Transparencia en la supervisión bancaria española  
*Andrés García de la Riva*
- Evaluación del cumplimiento de estándares para sistemas de pago: principios básicos y transparencia de la vigilancia  
*Carlos Conesa Lareo*
- Análisis cuantitativo a través de las pruebas de resistencia  
*Roberto Blanco, Adolfo Rodríguez, Juan M. Ruiz y Carlos Trucharte*
- Normativa prudencial y estabilidad del sistema bancario español  
*Alfredo Martín Oliver y Jesús Saurina*
- Reflexiones finales sobre el Banco de España y el FSAP  
*José Viñals*



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

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

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

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

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAWALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.

- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas.
- 0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
- 0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.
- 0807 MAXIMO CAMACHO Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth.
- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

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

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

## Legislación financiera y registros oficiales

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

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

## Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

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

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