

# LA CRISIS DE LA DEUDA Y LA CONTABILIDAD DE LAS CARTERAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Ignacio Ezquiaga  
Enrique Martín

El objetivo de este trabajo es relacionar el tratamiento contable que reciben en España las carteras de renta fija en poder de entidades de crédito con algunos aspectos de la crisis del mercado de deuda que se viene desarrollando en la primera mitad de 1994. La tesis que trataremos de apoyar es que el diseño de la regulación contable provoca reacciones en las entidades de crédito —parte sustancial del mercado español de deuda— que en algunos casos pueden deteriorar la posición relativa de los precios de la deuda española, aumentando más de lo necesario el diferencial de rentabilidad frente a la alemana y provocando distorsiones en la estructura temporal de las rentabilidades.

El artículo delimita, en primer lugar, las proporciones y causas de la crisis internacional del mercado de deuda, con especial atención a los problemas de los mercados periféricos en este tipo de crisis, para después adentrarse en la normativa contable española y sus efectos sobre la actitud de las entidades españolas y sobre la formación de precios del mercado de deuda en pesetas en el período febrero-septiembre de 1994. El trabajo termina reclamando una mayor atención de las entidades españolas respecto a los riesgos de mercado, y analiza la reforma de la regulación contable en lo que respecta a su tratamiento de los valores de renta fija, llevada a cabo en septiembre de 1994.

## I. INTRODUCCION

La crisis que viven los mercados de deuda como consecuencia del muy intenso ascenso de los tipos de interés a largo plazo que ha tenido lugar en 1994 es de gran complejidad. Lo primero que debe señalarse es que se trata de una crisis del más amplio carácter internacional y en la que confluyen aspectos cuyo origen múltiple descansa en la situación de las economías en Estados Unidos, Japón y Europa, pero también en los efectos de súbitos y profundos desplazamientos de cartera. No se trata en absoluto de una crisis de raíz interna, aunque evidentemente diversos factores de naturaleza puramente doméstica han influido en el comportamiento de la deuda española.

## 1. Crisis internacional

Tres indicadores fundamentales ponen de manifiesto la radicalidad de la crisis. En primer lugar, las rentabilidades a diez años se han elevado fuertemente en todos los mercados: los T-Bond norteamericanos han pasado del 5,60 por 100 de final de enero —un nivel que ya era superior a los mínimos próximos al 5,15 por 100 de octubre de 1993— al entorno del 7,30 por 100 del inicio de julio, mientras en el mismo período las rentabilidades de los *bunds* alemanes han aumentado desde el 5,70 al 7 por 100. En segundo lugar, el dólar ha caído intensamente en los mercados de cambio, tanto contra el yen japonés —cerca de un 9 por 100 de enero a julio— como contra el marco alemán —en torno a un 8 por 100 en el mismo período—, mostrando unos síntomas de debilidad que suponen una aparente contradicción respecto a la pujanza de la economía norteamericana. Finalmente, después de las intensas subidas del precio de los metales preciosos que tuvo lugar en los últimos meses de 1993, los índices de materias primas se han disparado desde entonces y en lo transcurrido de 1994, en tanto que los mercados de inmuebles y de suelo comienzan a registrar una reactivación en todos los países industrializados. En definitiva, la curva de tipos de interés y plazos ha agudizado su pendiente positiva en Estados Unidos, al tiempo que el dólar se debilitaba en los mercados de cambios, tanto contra el yen japonés como contra el marco alemán.

La elevación de tipos a largo plazo en ese país ha arrastrado así a los europeos, incapaces de definir diferenciales negativos frente a aquéllos con un dólar debilitado frente al marco alemán. El proceso de agudización de la pendiente positiva de las curvas de rentabilidades ha sido generalizado en toda Europa, en el contexto de una compleja crisis internacional —iniciada en febrero con la primera elevación del objetivo de los fondos federales por la Fed—, en cuya explicación intervienen, entremezclándose, tres niveles de análisis.

En primer lugar, hay que destacar el punto de partida de la crisis: una situación inicial, al mes de enero, extraordinariamente invertida a largo plazo y

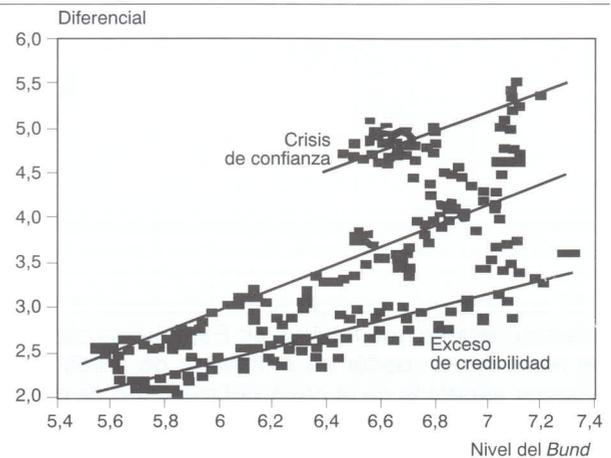
en dólares de las carteras internacionales, que permitió una sobrerreacción a la baja de los tipos de interés a largo plazo y una atípica fortaleza del dólar en los mercados de cambios. El papel jugado en este sentido por los *hedge funds* y por los instrumentos derivados, utilizados especulativamente por éstos y por las entidades financieras, parece haber sido muy significativo en la amplificación del cambio de tendencia del mercado. La presión de las pérdidas de valor de los riesgos a largo plazo localizadas en carteras de horizonte temporal a corto plazo —como las de los *hedge funds* y las entidades financieras— ha jugado un papel relevante a lo largo de toda la crisis, y se ha unido a la presión vendedora que, conforme avanzaban los ascensos de rentabilidades y se contemplaba el profundo cambio de expectativas que estaba acompañando a la crisis, han desarrollado también en todos los mercados los inversores de horizonte temporal a largo plazo.

En segundo lugar, la debilidad del dólar —amplificada por el ambiente de «guerra» comercial entre Estados Unidos y Japón— en un contexto de fuerte ascenso de los tipos de interés a más largo plazo en Estados Unidos ha puesto de manifiesto una pérdida de confianza en la divisa norteamericana, sin duda ligada a la percepción de la insuficiencia de los flujos de capital para financiar el creciente, tras el cambio de ciclo de la economía, déficit corriente de la balanza de pagos de ese país.

Esta insuficiencia podría estar explicada por un déficit de credibilidad en la política inflacionista de la Fed: el hecho de que ésta mantuviera hasta febrero pasado un nivel en los tipos a corto plazo —el 3 por 100 de los fondos federales— extraordinariamente bajo cuando el ciclo ya había cambiado y cuando el oro y las materias primas —indicadores adelantados de las expectativas de inflación que deben ponderar en su función de reacción las autoridades— habían empezado ya a dar síntomas de ascenso de precios, cuando como mínimo era necesaria la «neutralidad» ha incidido sin duda en esta crisis.

La caída del dólar ha impedido una desvinculación de los tipos a largo plazo de Europa respecto de los norteamericanos, al generar un efecto contagio: la anticipación de presiones inflacionistas futuras en Estados Unidos parece haber sido trasladada también a Alemania, con la diferencia de que ello ha fortalecido al marco, al mantenerse intacta la credibilidad del Bundesbank. Así no es extraño que durante la crisis los tipos de interés a largo plazo de las divisas europeas hayan aumentado sus diferenciales frente a los del marco alemán: tanto los del franco —de cero a 50 p.b.—, como los de las divisas periféricas, con la lira o la peseta. Esta debilidad del dólar se ha visto amplificada también por un intenso proceso de repatriación de capitales hacia Japón, ante las más favorables perspectivas que la economía nipona y, sobre todo, los mercados inmobiliarios y de valores, ofrecían al inicio del año.

GRAFICO 1  
DIFERENCIAL OBLIGACION-BUND 10 AÑOS  
FRENTE AL NIVEL DEL BUND  
(1992-1994)



Fuente: Analistas Financieros Internacionales (AFI).

En tercer lugar, un nuevo nivel del análisis, ligado en parte al anterior, ha surgido durante la crisis, alimentándola por la vía de las expectativas: la percepción por los mercados del cambio de ciclo de las economías europeas. Aunque éste se ha puesto de manifiesto con moderación, pero con claridad, en unas condiciones aún lejos de toda presión inflacionista, en los últimos meses, los mercados han reavivado sus temores inflacionistas, exigiendo, por un lado, *un mayor nivel de tipos reales a largo plazo*, ante el temor de que el nivel de ahorro bruto sea insuficiente para cubrir la demanda de inversión naciente y, por otro, *una respuesta de los tipos de interés nominales a las renovadas expectativas de inflación* que deben ligarse a todo proceso expansivo. Las presiones en favor de un ascenso de los tipos de interés reales a largo plazo, resultado de las tensiones entre oferta y demanda de fondos prestables, parecen ya algo cíclico en los últimos años.

Ahora, la percepción de que, en unas condiciones marcadas por los elevados déficit públicos, sobre todo en Europa, el ahorro de los países industrializados —con tendencia a disminuir a largo plazo y en términos relativos por el envejecimiento de las poblaciones— puede resultar insuficiente para acometer las inversiones propias del nuevo ciclo expansivo y de las economías emergentes en América Latina y la Europa del Este, puede estar avivando otra vez las presiones sobre los tipos reales a largo plazo. Este análisis parece avalado por la evolución de los bonos británicos a tipo variable indiciado con la tasa de inflación, que demuestran que la mitad del ascenso de los tipos nominales podría estar reflejando presiones en los tipos reales y la otra mitad, mayores expectativas de inflación.

Lamentablemente, la actitud intensamente relaja-

**GRAFICO 2**  
**EVOLUCION DEL DIFERENCIAL DE LA DEUDA**  
**A 10 AÑOS EN PESETAS FRENTE**  
**A LA DEL MARCO ALEMAN**



Fuente: AFI.

dora de los tipos oficiales mostrada por los bancos centrales continentales a lo largo de la primavera de 1994 ha resultado, en este contexto, contraproducente. El descenso del Bundesbank, lejos de contribuir a tranquilizar a los mercados, que presumiblemente están sobrerreaccionando a los peligros inflacionistas de la recuperación y a los efectos de ésta sobre los tipos reales, ha podido tener efectos perturbadores.

## 2. La crisis desde el punto de vista interno

El mercado español, lógicamente, no escapa de esta situación de crisis internacional. No obstante, nuestro mercado ha sufrido más que el de Alemania. Esta situación es relativamente «normal»: los mercados periféricos, como el italiano o el español, aumentan sus diferenciales de rentabilidad cuando ascienden los tipos alemanes y los reducen cuando éstos evolucionan favorablemente. Esta correlación positiva, que existe en todo caso, aunque con distinto grado, en todos los mercados europeos respecto al alemán, se deriva de varios factores básicos.

En primer lugar, los fundamentos económicos: el hecho de que la inflación y el déficit público se mantengan en niveles muy elevados en los países periféricos imprime un sesgo negativo adicional cuando el mercado se hace bajista a escala internacional. En segundo lugar, la estabilidad política y social es inferior: las sociedades están menos vertebradas, la experiencia democrática es escasa y muy reciente y la valoración social de la estabilidad financiera es menor que en los países de la Europa central. Todo ello introduce incertidumbre sobre el escenario de la política económica y sobre la continuidad de las coordenadas que la han guiado durante los últimos años. En tercer lugar, también afecta negativamente cuando el mercado se deteriora a los países peri-

féricos, la incertidumbre sobre las expectativas de que realmente pueda llegar a constituirse una UEM en la CE o el riesgo de que ésta se lleve a cabo por un grupo reducido de países, es decir, la incertidumbre sobre el propio proceso de integración monetaria en Europa.

A estos factores hay que unir uno más específico y que marca una mayor vulnerabilidad del mercado español (a diferencia del italiano, por ejemplo): la práctica ausencia de un componente de demanda interior con horizonte de inversión a largo plazo, que tenga una presencia constante en la zona media y en el extremo largo de la curva: patrimonios a largo plazo, fondos de pensiones, carteras de compañías de seguros de vida. Esta presencia sería fundamental, dado el elevado grado de penetración de los no residentes, en una crisis de fuerte componente internacional, como es la que caracteriza al mercado desde febrero. La debilidad del patrimonio de los fondos de pensiones, el escaso historial de los fondos de inversión tipo FIM, que impide la contrastación del horizonte temporal de inversión de sus partícipes y refuerza un sesgo hacia el corto plazo en su inversión, son elementos que caracterizan la señalada debilidad.

Además, en el mercado español de deuda el papel de las entidades financieras como tomadores últimos, es fundamental. El temor a las minusvalías latentes a provisionar por parte de las entidades de crédito —consecuencia de la normativa contable (la circular 18/92 del BE, sobre la que nos detendremos después) y de una escasa tradición en la valoración de riesgos— hace, por otra parte, que éstas sean relativamente insensibles al coste de financiación de sus posiciones, es decir, insensibles a la pendiente de la curva de rentabilidades, cuando ésta, en contextos negativos en el mercado de valores a medio y largo plazo, agudiza su pendiente positiva. Además, como veremos más adelante, la regulación contable podría estar distorsionando la forma-

**GRAFICO 3**  
**EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD**  
**DE LA DEUDA ESPAÑOLA**



Fuente: AFI.

ción de precios, al castigar relativamente más a los valores a medio que a los de largo plazo en la estructura temporal de las exigencias de dotación de provisión por minusvalías.

Así, si comparamos las curvas de rentabilidad de la peseta y el marco alemán al 4 de julio de 1994, en plena crisis del mercado, según datos de Analistas Financieros Internacionales, observamos que los plazos cortos y medios están distorsionados respecto a los largos: el diferencial de rentabilidad entre el tres años y el año es próximo a los 160 p.b., en contraste con lo que sucede en el marco alemán, que sitúa este diferencial en sólo 92 p.b., o con el franco francés, que lo reduce a 62 p.b.; por su parte, el diferencial entre las rentabilidades de los bonos a cinco y tres años se situaba en 62 p.b. en España, 38 en Alemania y 41 en Francia; en contraste, los diferenciales entre el diez y el cinco años se limitaban a 27 p.b. frente a los 60 de Francia o Alemania. Esta situación se observaba también en los diferenciales frente la deuda en marcos: diferenciales de 320 p.b. a un año y de 375 p.b. a diez años, en contraste con diferenciales de 386 p.b. y 410 p.b. a tres y cinco años, respectivamente.

En nuestra opinión, llama la atención la falta de sensibilidad de los diferenciales frente a Alemania, más allá de su distorsionada estructura temporal, a las importantes reformas estructurales llevadas a cabo recientemente —fundamentalmente, la reforma laboral y la autonomía del Banco de España— y al propio proceso de ajuste de la economía. Si en algún momento podría decirse, en general, que existen condiciones para la convergencia de la economía española es ahora, después de una recesión y de unos cambios estructurales de trascendencia histórica. *Parece sensato pensar que una parte importante de los diferenciales alcanzados frente a Alemania a diez años, en el entorno de unos 75 de los 375 p.b. del inicio de julio, podría haber respondido hasta la reforma de la circular sobre valoración de la cartera de renta fija de las entidades de crédito, a factores puramente contables: algo parecido a lo que ocurrió durante la crisis del mercado en la segunda mitad de 1992.*

## II. LA CUESTION DE LAS CARTERAS DE LAS ENTIDADES DE CREDITO

La evolución de los mercados de deuda afectó significativamente a las cuentas de resultados a 30 de junio de un buen número de entidades financieras. La dimensión de las carteras de las entidades y la intensidad de las caídas de los precios de la deuda han determinado que el impacto contable de esta situación sea altamente significativo, especialmente en un ejercicio en el que las entidades se enfrentan a un entorno especialmente difícil para el desarrollo de su actividad.

La experiencia relativamente reciente ya ha mos-

trado cómo, en un sistema financiero como el español, en el que el peso de las carteras de renta fija en las inversiones totales de numerosas entidades es elevado, las cuentas de resultados pueden verse excesivamente vinculadas a la evolución de los mercados en momentos puntuales en que éstos reaccionan en contra de las expectativas más generalizadas. En este sentido, *el segundo trimestre de 1994 podría compararse al tercer trimestre de 1992*, en que se instrumentó, mediante la circular 18/92, una relajación de las exigencias de provisión por las minusvalías latentes de la cartera de inversión de renta fija que se derivaban de la aplicación de la circular 4/91.

### 1. Las carteras de las entidades de crédito

A la hora de considerar el riesgo asumido por las entidades no puede ignorarse el entorno que caracterizó los mercados financieros en España durante el año 1993. El saldo nominal de las carteras de renta fija de las entidades aumentó durante 1993 de 3,6 a 5,3 billones de pesetas, y se ha incrementado en lo que llevamos de 1994 de 5,3 a 7 billones de pesetas. Las entidades, en un entorno como el que ha caracterizado los últimos meses, han orientado un mayor porcentaje de su actividad a los mercados de deuda, como posicionamiento defensivo frente a previsibles reducciones de tipos de interés a corto plazo. Tampoco ha de ignorarse que el entorno recesivo que afecta negativamente a los niveles de morosidad ha llevado a que se haya favorecido el crecimiento de la cartera frente a inversiones crediticias, sustituyendo (\*) parcialmente riesgo de crédito por riesgo de mercado —con la apreciación de que éste era moderado—, sin acompañar en todos los casos este movimiento con una correcta política de gestión de riesgos.

En una comparación con los sistemas bancarios de los principales países de nuestro entorno, se observa que el conjunto agregado de entidades de crédito españolas muestra un peso de su cartera de valores (renta fija y variable) sobre el balance total superior a la de los principales países de nuestro entorno (cuadro núm. 1). Las diferencias son especialmente significativas respecto a países como Francia, Italia o Reino Unido, cuya actividad de cartera tiene un peso relativo inferior al correspondiente a las entidades españolas. Ha de considerarse igualmente que el crecimiento de las carteras de las entidades en el pasado reciente acentúa más aún estas diferencias. Esta exposición al riesgo de mercado cobra especial relevancia si se considera que el sistema bancario español ha atravesado en los dos últimos años un proceso de ajuste y modificación mucho más intenso que el de otros países de nuestro entorno y que ha resultado en un importante deterioro de los niveles de rentabilidad. En el cuadro núm. 2 puede contemplarse un *ranking* a abril de 1994 del peso de la cartera de deuda del Estado ajustada de CBE en cada entidad financiera. Obsérvese que el peso medio alcanza el 11 por 100 en las

**CUADRO NUM. 1  
PESO DE LA CARTERA DE VALORES  
SOBRE EL BALANCE TOTAL**

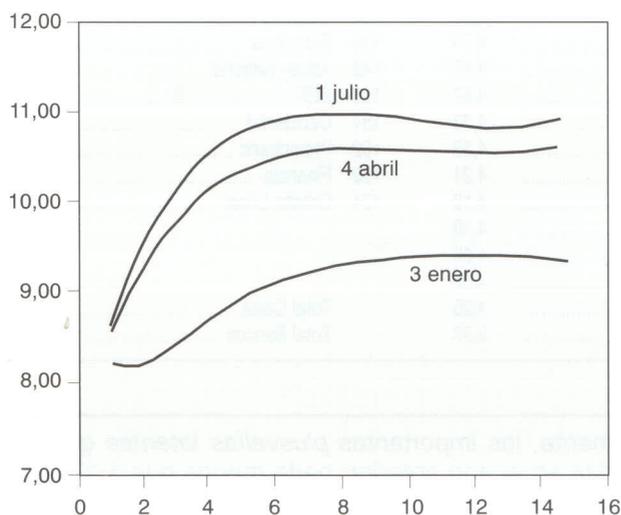
	Porcentaje
1 Grecia .....	40,58
2 Bélgica .....	26,98
3 Portugal .....	24,78
4 Dinamarca .....	24,30
5 Suecia .....	22,64
6 España .....	17,39
7 Finlandia .....	16,55
8 Alemania .....	16,49
9 Francia .....	12,92
10 Italia .....	12,07
11 Holanda .....	11,13
12 Noruega .....	11,05
13 Suiza .....	10,96
14 Reino Unido .....	10,70
15 Austria .....	10,50
16 Luxemburgo .....	9,47

Fuente: OCDE y elaboración propia. Datos referidos a 1992 para los principales grupos de entidades en cada país.

cajas de ahorros y el 9,6 por 100 en los bancos, pero el grado de dispersión es elevado en ambos grupos de entidades.

Todos estos elementos hacen especialmente necesaria una revisión de las vinculaciones que pueda haber entre la contabilidad, las estrategias que puedan asumir las entidades y la actividad supervisora de los órganos reguladores. Algunos aspectos podrán arrojar luz sobre cómo la normativa contable o las exigencias de recursos propios pueden forzar a las entidades a mostrar comportamientos claramente diferenciados en función de su

**GRAFICO 4  
CURVA CUPON-CERO DEL MERCADO  
DE DEUDA DEL ESTADO EN 1994**



Fuente: AFI.

posición de riesgo y de la capacidad de absorción de pérdidas que muestre su cuenta de resultados, lo que puede estar distorsionando el proceso de formación de precios en los mercados de deuda.

## 2. Una cuantificación de los efectos de la crisis

Aunque cualquier cuantificación exacta del impacto contable de la crisis en el mercado de deuda es prácticamente imposible, se hace necesario, al menos, delimitar la globalidad del problema a que se enfrentan el conjunto de entidades en nuestro país en la primera mitad de 1994. Las carteras mantenidas en firme de las entidades financieras han mostrado un elevado deterioro en su valor de mercado a lo largo de los últimos meses por causa del ascenso de los tipos de interés a medio y largo plazo antes comentado.

Hemos valorado la cartera de las entidades a precios de mercado ex cupón —gracias al Índice AFI Ex-cupón de deuda a medio y largo plazo—, con el fin de calcular la diferencia entre el valor efectivo y el nominal al cierre de cada mes. El intervalo temporal elegido para este análisis abarca desde enero de 1992 hasta junio de 1994, un período en el que la cartera ha aumentado de 3,1 billones a 7,1 en términos nominales (véanse cuadros núms. 3 y 4, así como gráfico 5). De forma agregada, durante el primer semestre de 1994, el total de minusvalías acumuladas en las carteras de entidades financieras asciende a unos 400.000 millones, correspondiendo aproximadamente 224.000 millones a las minusvalías experimentadas por estas carteras en el segundo trimestre del año. Se trata de una cifra muy similar e incluso superior a la alcanzada en el tercer trimestre de 1992, pero que no llega a compensar las plusvalías acumuladas durante 1993.

**GRAFICO 5  
SALDO DE CARTERA DE DEUDA EN FIRME  
ENTIDADES FINANCIERAS**



Fuente: AFI.

**CUADRO NUM. 2**  
**IMPORTANCIA RELATIVA DE LAS CARTERAS DE DEUDA**  
**BANCOS Y CAJAS DE AHORROS. DATOS A 30 DE ABRIL DE 1994**  
**PORCENTAJE DE DEUDAS DEL ESTADO SOBRE BALANCE TOTAL (\*)**

1	Bank of America .....	43,40	54	Caixa Galicia .....	9,12	107	Gral. de Canarias .....	3,57
2	Industrial de Cataluña .....	42,17	55	Simeon .....	9,03	108	Exportación .....	3,49
3	Inversión .....	40,97	56	EBN Banco .....	8,98	109	Crédit Lyonnais España .....	3,45
4	Comercio .....	33,66	57	Guipuzcoano .....	8,95	110	Crédito y Ahorro .....	3,35
5	Bankinter .....	33,33	58	Caixa del Penedés .....	8,21	111	Monte de Huelva y Sevilla .....	3,33
6	Sabadell Multibanca .....	30,22	59	General .....	7,99	112	Pastor .....	3,25
7	Indosuez .....	29,74	60	Insular de Canarias .....	7,92	113	Sabadell .....	3,16
8	Caja Postal .....	29,61	61	Caja de Badajoz .....	7,59	114	Central-Hispano .....	3,09
9	Santander de Negocios .....	24,49	62	Extremadura .....	7,52	115	Caja de La Rioja .....	3,01
10	Gipuzkoa Donostia Kutxa .....	24,41	63	Caja de Guadalajara .....	7,42	116	Deutsche Bank .....	2,94
11	Banesto .....	24,04	64	Unicaja .....	7,42	117	Cajasur .....	2,92
12	Caixa de Terrassa .....	22,57	65	Popular .....	7,36	118	March .....	2,90
13	Caja de Manresa .....	22,49	66	Gallego .....	7,19	119	Universal .....	2,83
14	Caja España .....	22,38	67	Caja de Pamplona .....	7,14	120	Caja de Asturias .....	2,56
15	Bilbao Bizkaia Kutxa .....	21,69	68	Alicante .....	6,83	121	Bancantabria .....	2,44
16	Caja de Salamanca y Soria .....	18,56	69	Caja de Segovia .....	6,79	122	Bankoa .....	2,43
17	Caja de Navarra .....	17,32	70	Granada .....	6,68	123	Caja de Pontevedra .....	2,42
18	Caixa Orense .....	16,45	71	Bilbao-Vizcaya .....	6,63	124	Murcia .....	2,27
19	Caja Mun. de Burgos .....	15,78	72	Industrial de Bilbao .....	6,60	125	Caja de Pollensa .....	2,16
20	Caixa Vigo .....	15,72	73	Sindibank .....	6,31	126	Caja de Carlet .....	2,14
21	Caixa de Girona .....	14,91	74	Jerez .....	6,28	127	Bancoval .....	2,13
22	Caja de Cantabria .....	14,35	75	Vasconia .....	6,22	128	Urquijo .....	2,01
23	Caixa de Tarragona .....	14,08	76	Esfinge .....	6,12	129	Fibanc .....	1,96
24	Barclays Bank .....	14,02	77	Banca Catalana .....	6,06	130	Caja de San Fernando y Jerez .	1,96
25	Negocios Argentaria .....	13,89	78	Caja de La Inmaculada .....	5,99	131	Caja VITAL .....	1,86
26	Popular Industrial .....	13,81	79	CCO Burgos .....	5,89	132	Catalá de Credit .....	1,80
27	Herrero .....	13,74	80	Caixa de Cataluña .....	5,61	133	Finesor .....	1,76
28	Bankpyme .....	13,70	81	Privanza .....	5,58	134	Caja Prov. de Córdoba .....	1,70
29	Halifax .....	13,13	82	Mercantil de Tarragona .....	5,44	135	Caixabank .....	1,58
30	Caixa de Pensions .....	12,72	83	Atlántico .....	5,29	136	Caja de Murcia .....	1,52
31	Luso Español .....	12,33	84	Crédito Balear .....	5,26	137	Bilbao Merchant Bank .....	1,50
32	Caja de Manlleu .....	12,06	85	Ibiza .....	5,20	138	Hipotecario .....	1,30
33	Caja de Avila .....	11,70	86	Banif .....	5,15	139	Asturias .....	1,11
34	Zaragozano .....	11,26	87	BISF .....	5,08	140	BNP España .....	1,00
35	Espíritu Santo .....	11,16	88	Caja de Ontinyent .....	5,04	141	Aresbank .....	0,87
36	Exterior .....	11,15	89	Etcheverría .....	4,91	142	Credipas .....	0,84
37	Bancaja .....	10,87	90	Depósitos .....	4,89	143	CBE Argentaria .....	0,82
38	Natwest España .....	10,80	91	Banco 21 .....	4,86	144	Bandesco .....	0,79
39	Santander .....	10,67	92	Castilla .....	4,83	145	Internacional de Comercio .....	0,78
40	Caja Layetana .....	10,48	93	Galicia .....	4,75	146	BGIF .....	0,59
41	Crédito Canario .....	10,42	94	Eurobanco .....	4,75	147	Valencia .....	0,47
42	Mapfre .....	10,19	95	Vitoria .....	4,74	148	Barcelona .....	0,43
43	Caixa de Sabadell .....	10,15	96	Andalucía .....	4,67	149	Abbey National .....	0,35
44	Caja del Mediterráneo .....	10,00	97	Fomento .....	4,57	150	BEF .....	0,20
45	Directo .....	9,86	98	Caja de Jaén .....	4,33	151	Occidental .....	0,10
46	Caja de Baleares .....	9,65	99	Citibank España .....	4,33	152	Promobanc .....	0,02
47	Europa .....	9,56	100	Banco Pueyo .....	4,21	153	Finanzia .....	0,00
48	Caja Gral. de Granada .....	9,35	101	Banca Jover .....	4,13	154	Crédito Local .....	0,00
49	Caja de Extremadura .....	9,33	102	Cooperativo .....	4,08			
50	Caja Madrid .....	9,32	103	Alcalá .....	4,06			
51	Caja de Castilla La Mancha .....	9,27	104	Consolidado España .....	4,05			
52	Ibercaja .....	9,15	105	Meridional .....	4,05			
53	Crédito Agrícola .....	9,14	106	C.E.C.A. .....	3,97			
							Total Cajas .....	11,01
							Total Bancos .....	9,58

(\*) Estimaciones corregidos los saldos de CBEs.  
Fuente: AFI.

Esta cuantificación no puede considerarse como una aproximación directa al reflejo contable de las minusvalías totales acumuladas en las carteras de las entidades. Las minusvalías de los primeros meses de 1994 vienen a compensar sólo parcial-

mente, las importantes *plusvalías latentes* generadas en el año anterior: nada menos que 1.170.000 millones. Por ello, la referencia temporal de los valores en cartera es un elemento básico a la hora de considerar el impacto contable en los resultados a

**CUADRO NUM. 3  
VALORACION CARTERAS DE DEUDA DE ENTIDADES FINANCIERAS**

	<i>Cartera en firme (1)</i>	<i>Indice de precio (2)</i>	<i>Variación mensual precio</i>	<i>Valoración cartera (3)=(1)*(2)</i>	<i>Plusvalía latente (4)=(3)-(1)</i>	<i>Variación Plusvalía</i>
1991						
Diciembre .....	3.164,6	100,0		3.164,6		
1992						
Enero .....	3.270,5	101,0	1,0	3.304,5	34,0	
Febrero .....	3.754,3	101,5	0,4	3.809,7	55,5	21,5
Marzo .....	3.954,5	100,5	- 1,0	3.973,5	18,9	- 36,5
Abril .....	3.705,5	100,4	- 0,0	3.721,8	16,2	- 2,7
Mayo .....	3.903,8	100,4	- 0,0	3.920,5	16,7	0,5
Junio .....	4.293,4	98,3	- 2,1	4.219,9	- 73,5	- 90,2
Julio .....	4.344,5	94,4	- 3,9	4.102,4	- 242,1	- 168,6
Agosto .....	4.433,1	92,6	- 1,8	4.104,8	- 328,4	- 86,2
Septiembre .....	4.671,9	91,3	- 1,3	4.266,9	- 405,1	- 76,7
Octubre .....	4.506,8	95,0	3,7	4.281,8	- 225,0	180,1
Noviembre .....	4.611,2	95,0	0,0	4.381,0	- 230,2	- 5,2
Diciembre .....	4.450,2	94,6	- 0,4	4.211,3	- 238,9	- 8,7
1993						
Enero .....	4.299,1	97,3	2,6	4.181,7	- 117,4	121,6
Febrero .....	4.190,1	97,6	0,4	4.090,6	- 99,5	17,9
Marzo .....	4.328,4	99,1	1,5	4.290,5	- 37,9	61,5
Abril .....	4.948,9	98,5	- 0,6	4.874,3	- 74,6	- 36,7
Mayo .....	4.795,1	103,1	4,6	4.945,1	150,0	224,6
Junio .....	4.424,0	106,5	3,4	4.713,0	288,9	138,9
Julio .....	4.806,8	108,3	1,8	5.205,1	398,3	109,4
Agosto .....	4.123,5	113,2	4,9	4.667,6	544,1	145,7
Septiembre .....	5.178,0	112,2	- 0,9	5.812,2	634,2	90,1
Octubre .....	5.193,9	115,7	3,4	6.007,2	813,3	179,2
Noviembre .....	5.591,8	115,1	- 0,5	6.437,8	846,0	32,7
Diciembre .....	5.343,2	117,4	2,2	6.271,4	928,2	82,2
1994						
Enero .....	5.101,5	118,7	1,3	6.055,2	953,8	25,6
Febrero .....	5.917,4	114,3	- 4,4	6.765,0	847,7	- 106,1
Marzo .....	5.860,9	112,8	- 1,5	6.611,5	750,6	- 97,1
Abril .....	6.301,6	111,5	- 1,3	7.029,0	727,4	- 23,2
Mayo .....	6.447,7	109,7	- 1,8	7.075,1	627,4	- 100,1
Junio .....	7.053,9	107,5	- 2,2	7.582,1	528,2	- 99,1

**CUADRO NUM. 4  
PLUSVALIAS/MINUSVALIAS ACUMULADAS  
EN LAS CARTERAS DE DEUDA  
DE ENTIDADES FINANCIERAS**

	<i>m.m. pesetas</i>
Tercer trimestre 1992	- 331,6
Año 1993	1.167,1
Primer trimestre 1994	- 177,6
Segundo trimestre 1994	- 222,4

junio de 1994. A nivel de conjunto del sistema bancario, las carteras de las entidades financieras, considerando distintas referencias temporales, acumulan minusvalías netas en las carteras adquiridas

desde agosto-septiembre de 1993 —es decir, las minusvalías generadas en el año 1994 han consumido todas las plusvalías generadas desde esos meses hasta enero de 1994—. Por el contrario, si tomamos un horizonte temporal más amplio, la cartera aún se encontraría en plusvalías. Aplicando estos datos generales a entidades individuales, podríamos afirmar que existen entidades que aún no se encuentran en la necesidad de provisionar fuertes cantidades porque, dada la fecha —más exactamente, los precios— de adquisición de sus carteras, las minusvalías de los últimos meses aún no han consumido la totalidad de plusvalías latentes; aunque ello depende de la política practicada de afloración durante 1993 de plusvalías latentes.

De este modo, en la actualidad, podemos encontrar a entidades que se enfrentan con problemas de

desigual importancia en relación con el saneamiento de su cartera. Por un lado, entidades cuyas carteras están contabilizadas a precios aún inferiores a los actualmente vigentes en los mercados y que han permanecido por un período relativamente largo en sus balances. Por otro, entidades cuyas carteras han sido más recientemente adquiridas a precios superiores a los actualmente vigentes en los mercados. En este segundo grupo de entidades se encuentran aquellas que, por una búsqueda de inversiones a medio plazo, la necesidad de limitar el riesgo de insolvencia o por una fuerte captación de pasivo que aumenta su posición tesorera, han decidido incrementar su cartera de valores en los últimos meses. En el mismo caso se encontrarían las entidades que, sin haber incrementado sustancialmente el peso de sus carteras en el total de sus inversiones, han realizado durante el ejercicio 1993 una venta de sus carteras y una posterior adquisición de las mismas que permitiese mantener las mismas inversiones, aflorando las plusvalías generadas durante dicho ejercicio gracias a la evolución de los tipos de interés.

### 3. El tratamiento contable de la deuda en las carteras de las entidades de crédito en España

Fue la circular 4/91 del Banco de España, que entró en vigor en 1992, la norma contable que cambió por vez primera el principio, hasta entonces dominante, según la cual, los valores de renta fija proporcionaban una renta, desde el punto de vista contable, realmente «fija». La circular 4/91 no rompía con los principios contables tradicionales de valoración en balance a coste medio de adquisición y de periodificación de intereses por el principio de

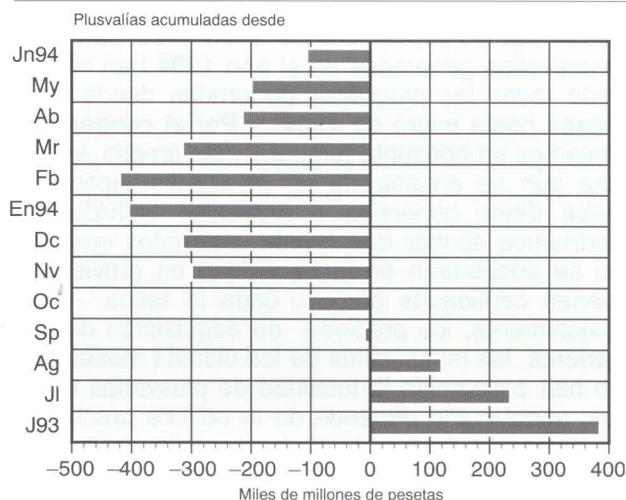
devengo —consagrados, por otra parte en el nuevo Plan General de Contabilidad—, pero sí introducía dos elementos correctores de la máxima importancia: 1) la creación de una cartera de negociación —en la práctica, de uso voluntario por las entidades— valorada a precios de mercados, y 2) la corrección, en aplicación del principio contable conservador, del coste histórico de la denominada cartera de inversión, cuando éste es superior al precio de mercado, es decir, cuando existen minusvalías latentes en un valor de esta cartera. La corrección señalada suponía la dotación —con el consiguiente efecto sobre la cuenta de resultados— de una provisión al cierre del trimestre natural por la magnitud de la minusvalía total.

La crisis del mercado de deuda en el segundo trimestre de 1992 hizo al Banco de España modificar la circular. Las minusvalías latentes en las carteras de las entidades de crédito eran de tal magnitud —unos 400 m.m. a la altura de septiembre, según nuestras estimaciones— que las necesidades de dotación podían poner en cuestión la estabilidad del sistema. La autoridad supervisora introdujo en octubre de dicho año la circular 18/92, que permitía dotar sólo la proporción correspondiente a dos años sobre la vida residual del valor con minusvalías. El resto se registraba en una cuenta de «otras periodificaciones» que debía estar cubierta con recursos propios excedentes. Además el Banco permitió liberar de estas exigencias la parte de la vida residual de un valor cubierta con una cesión temporal. Con la norma se dio una paradoja de la que es preciso extraer lecciones: en el momento en que salió a la luz, las rentabilidades de la deuda registraron un descenso, con cargo al diferencial frente a Alemania, de unos 125 p.b.

Varios elementos hicieron que la «solución» dada entonces no fuera satisfactoria. En primer lugar, no ha de ignorarse que su tratamiento contable de la cartera de inversión era *asimétrico*. Mientras que las minusvalías latentes de unos valores habían de provisionarse, no se permitía la afloración —ni siquiera para eximir de las exigencias de dotación o de recursos propios— de las eventuales plusvalías generadas, en su caso, en otros valores de la misma cartera y de igual naturaleza. Este tratamiento era doblemente sorprendente, por cuanto que la directiva comunitaria 86/635/CEE permite una solución simétrica. Esta cuestión tenía menor importancia en la crisis de 1992, cuando las carteras eran todavía reducidas, pero en la de 1994, después de las fuertes ganancias de capital de 1993, y con el ascenso de las carteras que tuvo lugar entonces, es decisivo. La imposibilidad de aflorar plusvalías si no es vendiendo los valores adquiridos a rentabilidades superiores a las actuales, impulsa a las entidades a presionar negativamente el mercado, con el fin de paliar los efectos de las dotaciones sobre la cuenta de resultados.

En segundo lugar, la circular 18/92 introducía un

GRAFICO 6  
PLUSVALIAS ACUMULADAS HASTA JUNIO 1994 EN LAS CARTERAS DE DEUDA ENTIDADES FINANCIERAS



tratamiento que desnaturaliza la percepción de riesgos por parte de las entidades. Esta cuestión descansa en el tratamiento igualitario e independiente de las exigencias de dotación respecto a la estructura por plazos de las carteras. La circular 18/92 estableció que, en los valores de renta fija clasificados como de «inversión», el saneamiento de aquéllos con un vencimiento residual superior a dos años se podría realizar, en la proporción correspondiente a dos años respecto a la vida residual, contra la cuenta de pérdidas y ganancias, y en el resto, contra la cuenta denominada «otras periodificaciones», a deducir de los recursos propios —o, lo que es lo mismo, cubierta al 100 por 100 con recursos propios excedentes—, sin tener en cuenta el castigo que, en la medida en que la exigencia de dotación es el aspecto al que las entidades son más sensibles, ello supone para los valores de vida residual corta o media. Esto seguramente distorsionó la formación de precios, penalizando la zona de dos-cinco años de la curva de rentabilidades y contribuyendo, en el contexto de la crisis, a una extraordinariamente aguda pendiente en la curva entre el corto plazo y el tres años.

Un caso práctico puede clarificar esta cuestión (véase cuadro núm. 5). Imaginemos una cartera de inversión en valores a tres, cinco, 10 y 15 años adquirida el día 17 de junio de 1994. Veamos la contradicción entre el tratamiento contable de los valores a medio y el de los de largo plazo ante una caída de los precios. Si al cierre de junio hubiera tenido lugar un hipotético ascenso de los tipos de interés de un punto en paralelo a lo largo de la curva por el que hubieran subido las rentabilidades de todos los valores también un punto, la circular exigiría, por ejemplo, provisionar un 39,2 por 100 de la minusvalía del bono a cinco años, pero sólo el 20,1

**CUADRO NUM. 5**  
**EJEMPLO DE CALCULO DE DOTACION EN VARIOS VALORES DEL ESTADO SI TRAS ADQUIRIRLOS SUBEN UN PUNTO SUS TIR**

Referencia	Plazo en años	Minusvalía latente (*)	Porcentaje a provisionar	Dotación a realizar en puntos de precio
B-7,30-Jul 97 .....	3,10	2,47	64,50	1,59
B-7,40-Jul 99 .....	5,10	3,56	39,22	2,00
O-8,00-May 04 .....	9,94	5,35	20,10	1,08
O-8,20-Feb 09 .....	14,70	6,33	13,60	0,86

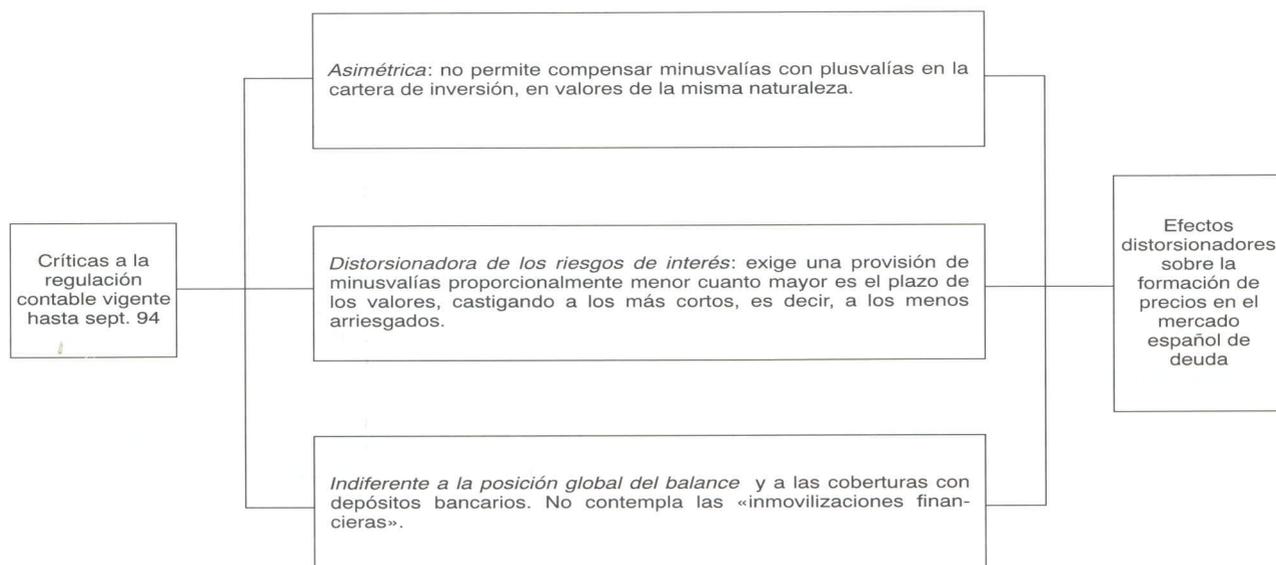
(\*) Caída absoluta del precio por el ascenso de un punto en la TIR. Calculada a través de la sensibilidad de cada referencia el día 17 de junio de 1994 y según las normas de la Circular 18/92 del Banco de España, reformada por la Circular 6/94.

por 100 de la de la obligación a 10 años. Esto implicaría provisionar dos puntos de los 3,56 que habría caído el precio en el bono y sólo 1,08 puntos de los 6,33 en que descendería el de la obligación.

Así, en nuestro ejemplo, la dotación es superior en el bono a cinco años que en la obligación a diez, en tanto que la minusvalía es lógicamente mayor en esta última, por ser su duración muy superior. Se trata de un sistema perverso, que distorsiona la percepción de los riesgos de las entidades de crédito, en la medida en que éstas mantienen una actitud sesgada por las repercusiones contables en la cuenta de resultados de sus actividades en el mercado y valoran más los efectos de éstas sobre aquélla que los que también tienen sobre los recursos propios exigidos por las autoridades supervisoras.

Un tercer elemento destacaba del análisis de la norma contable. Esta era absolutamente —con la excepción de las cesiones temporales— indiferente a la posición de riesgo del conjunto de los activos y

#### ESQUEMA 1



pasivos de la entidad. El Banco de España no permitía las llamadas *macrocoberturas*, consistentes en asignar pasivos genuinos —no cesiones temporales— a los valores de la cartera de inversión. La norma comunitaria permite la constitución de una cartera denominada de «inmovilizaciones financieras», mantenida hasta vencimiento por la entidad, por estar los valores en ella incluidos destinados a servir de manera duradera a la actividad de la entidad. Sin embargo, sorprendentemente, la norma española sobre la cartera de valores de renta fija de las entidades de crédito ignoró esta posibilidad, al determinar el desglose de ésta en sólo dos subcarteras, la de inversión y la de negociación. Cabe pensar que, en la línea de exigencia de vigilancia del riesgo de interés global introducida por la circular 12/93 sobre recursos propios, la introducción de esta cartera, cubierta con pasivos, bien insensibles a los tipos de mercado y estables, o bien a tipo fijo y de largo plazo, podía ser —como después ocurrió en la reforma de septiembre de 1994— una vía de adecuación de la norma contable a los requisitos de una gestión integral de activos y pasivos por parte de una entidad.

En definitiva, pensamos que esta asimétrica, injustamente igualitaria con los plazos de vida residual e insensible a la posición respecto al riesgo de interés de las entidades, en el conjunto de su balance, aplicación de los requisitos contables de la cartera de inversión en renta fija de las entidades de crédito, *provocó distorsiones muy negativas en la formación de precios del mercado de deuda, lo que merecería una reflexión por parte de las autoridades supervisoras*. En un contexto en el que la inversión internacional adopta una posición negativa respecto al mercado español, la reacción de las entidades ante la necesidad de dotar una parte de sus minusvalías latentes es clave en el comportamiento del mercado.

Los efectos de esta reacción fueron de dos tipos: en primer lugar, uno generalizado a lo largo de toda la curva, de resistencia a la adquisición de carteras y de presiones vendedoras por temor a las provisiones; en segundo lugar, otro, específico, sobre la zona intermedia de la curva, como consecuencia de que la circular señalada desfavorece claramente a las referencias de menor plazo de vida residual, al exigir la dotación de una provisión por minusvalías de mayor proporción en éstas que en las referencias largas, de carácter también negativo.

#### **4. Algunas estrategias contables**

El hecho de que la aplicación de la circular 18/92 exigiera también, en los valores a más de dos años, una cobertura de los valores con minusvalías latentes de una parte de éstas con recursos propios computables en los coeficientes de solvencia excedentes, determinó que, en función de su nivel de exceso

sobre la cobertura de los recursos propios mínimos exigidos, se desarrollaran estrategias «contables» alternativas en cada entidad de crédito. Pudo darse el caso de entidades que asumieron el saneamiento total de las minusvalías latentes en sus carteras contra la cuenta de resultados, por no contar con margen suficiente como para poder deducir parte de las mismas de sus recursos propios.

En el caso de entidades que, bien por no contar con exceso suficiente de recursos propios, o bien que desean mantener un margen suficiente sobre los recursos mínimos exigidos —para garantizarse crecimiento o diversificación futuros—, la única alternativa era la asunción de todas las minusvalías latentes en las carteras contra sus cuentas de resultados. Esto no implicaba, sin embargo, que la dotación de provisiones fuera la única alternativa posible. Ha de considerarse que, en la medida en que los saneamientos se realizan por referencias, pueden mantenerse simultáneamente referencias en pérdidas con otras con plusvalías, incentivándose, por tanto, la venta de ambas para compensar el impacto contable sobre la cuenta de resultados, con el consiguiente impacto negativo sobre el mercado.

Este mismo hecho pudo determinar que se produjera en muchas entidades una *reclasificación de las carteras de negociación hacia las carteras de inversión*. Esto permitía incluir en las carteras de inversión activos con una rentabilidad al mismo tiempo que, contablemente, garantizaría que las plusvalías que, en su caso, se generasen, pudiesen ser afloradas por las entidades en el momento que considerasen más oportuno, y no mensualmente con la valoración a precios de mercado de sus carteras.

Las entidades, por otra parte, que podían absorber un consumo de recursos propios en sus balances, sin embargo, se acogieron al saneamiento proporcional por los dos primeros años de vencimiento residual de los valores, periodificando las minusvalías restantes. Esto reducía significativamente la necesidad de plusvalías, aunque añadía la distorsión ya mencionada en los mercados hacia las referencias con vencimientos más largos, lo que hacía paradójicamente que las minusvalías de los valores más cortos fueran mayores que las que en otras circunstancias se producían. Observando la estructura de vencimientos de los saldos de bonos y obligaciones, vemos cómo menos de un 12 por 100 del total del saldo vivo tiene su vencimiento en 1994 y 1995 (véase cuadro núm. 6), pudiendo acogerse, por tanto, la mayor parte de las carteras a la posibilidad de periodificación de minusvalías incorporada por la circular 18/92.

Tanto en las entidades con problemas de recursos propios como en las demás una respuesta a las elevadas necesidades de saneamiento de carteras ha sido la cesión temporal a plazos suficientemente largos, para inmunizar la posición con pérdidas y neutralizar la exigencia de recursos propios y de

**CUADRO NUM. 6**  
**ESTRUCTURA DE VENCIMIENTOS ANUALES.**  
**BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO**

	<i>Saldo nominal</i> <i>(miles de millones)</i>	<i>Porcentaje</i> <i>acumulado</i>
1994 .....	910	5,77
1995 .....	974	11,95
1996 .....	2.982	30,86
1997 .....	2.230	45,00
1998 .....	3.108	64,71
1999 .....	337	66,84
2000 .....	399	69,37
2001 .....	49	69,68
2002 .....	1.406	78,60
2003 .....	2.027	91,45
2004 .....	845	96,81
2005 .....	0	96,81
2006 .....	0	96,81
2007 .....	0	96,81
2008 .....	0	96,81
2009 .....	503	100,00

dotaciones. Aunque de forma explícita la normativa contable no establecía el tratamiento de los saneamientos en estas cesiones, de hecho se ha venido dando un tratamiento proporcional, realizándose el saneamiento sobre las minusvalías latentes en proporción al período de mantenimiento en firme de las carteras tras el vencimiento de las operaciones de cesión. Con ello, cesiones temporales hasta un día antes del vencimiento del activo podían eximir totalmente de las necesidades de saneamiento, diluyendo, a lo largo de toda la vida residual de los valores, la diferencia entre ingresos y costes devengados. Estas operaciones eliminaban la necesidad de provisionamiento, con el coste de la iliquidez, en el sentido de que se genera un activo no movilizable que habrá de mantenerse hasta el vencimiento de la cesión, permitiendo la afloración de la pérdida en la cuenta de resultados al ritmo del devengo de la diferencia entre el tipo del activo y el del pasivo.

### III. LA REFORMA CONTABLE

La circular 6/1994 de 26 de septiembre define la clasificación de las carteras de valores, creando una nueva cartera de valores para los títulos de renta fija, la *de inversión a vencimiento*, que se suma a las ya existentes carteras de negociación y cartera de inversión ordinaria. La principal característica de esta cartera de inversión a vencimiento es que en ella se incluyen valores que las entidades prevén, en principio, mantener hasta vencimiento, lo que permite que el criterio básico de su valoración sea el precio de reembolso, no realizándose, por tanto, ningún saneamiento por comparación de los valores contables con el valor de mercado. Para evitar posibles alteraciones de la valoración contable o de los

resultados derivados de la mera clasificación de carteras o la realización de plusvalías en carteras no sujetas a saneamiento en los momentos en que los precios de mercado se incrementen, el Banco de España introduce criterios relativamente rígidos para permitir la clasificación de valores de renta fija en la cartera de inversión a vencimiento y limita claramente las situaciones en que puede permitirse la enajenación de estos títulos.

Por otra parte, a pesar de que se mantiene el tratamiento asimétrico de la *cartera de inversión ordinaria*, en el sentido de que se realizan saneamientos trimestrales por las minusvalías latentes, pero no se afloran las potenciales plusvalías, se introducen modificaciones que relajan la situación previamente existente. En concreto, para el cálculo de las necesidades de saneamiento de la cartera de inversión ordinaria se tienen en cuenta las plusvalías latentes en títulos clasificados en esta cartera que coticen en mercados ágiles y profundos —es decir, con un precio formado en los mercados, al margen de posibles influencias por parte de entidades individuales—, de tal modo que el saneamiento se realice por el neto.

La posibilidad que existía en la cartera de inversión en la normativa anterior de realizar los saneamientos de aquellos títulos con un vencimiento residual superior a dos años, contra recursos propios, por la parte proporcional al exceso sobre dichos dos años ahora se modifica radicalmente, en la cartera ordinaria, de tal modo que las entidades pueden realizar sus saneamientos contra resultados o contra recursos propios en la proporción que decidan en cada momento.

Primando el principio de prudencia valorativa, se establece igualmente un tratamiento asimétrico de plusvalías y minusvalías realizadas. Mientras que las pérdidas irán directamente a la cuenta de resultados, los beneficios realizados irán, en primer lugar, a compensar minusvalías latentes netas, y sólo irán a la cuenta de pérdidas y ganancias en el caso de que se hayan compensado totalmente dichas minusvalías. De este modo, se evita que las entidades puedan, mediante enajenaciones parciales y selectivas de su cartera, realizar beneficios que tienen como contrapartida un posible deterioro de la calidad media de las carteras.

#### 1. Definición de las carteras de valores

Las entidades de crédito podrán tener sus valores clasificados en cuatro tipos de carteras diferenciadas —de las cuales, tres pueden incluir valores de renta fija—, debiendo contar con *criterios internos objetivos y suficientemente documentados* para determinar en qué cartera se clasificará cada uno de los valores que se adquiriera. Desde el mismo momento de la adquisición de un valor, éste deberá ser asignado a una cartera determinada, debiendo contabi-

lizarse las distintas carteras en cuentas internas separadas. El importante efecto que sobre la valoración, los saneamientos y la cuenta de resultados puede tener la clasificación de un valor en una cartera determinada lleva a que sea necesario, por tanto, contar con esos criterios objetivos que el Banco de España se encargará de supervisar.

Las cuatro carteras en que podrán clasificarse los valores que mantengan las entidades en su balance serán:

#### A) *Cartera de negociación*

Su definición se mantiene inalterada respecto a la que introdujo la circular 11/1993. Concretamente, se incluirán en esta cartera los valores de renta fija o privada que se adquieran con el fin de beneficiarse a corto plazo de modificaciones en el precio. Dado que su valoración se realiza a precio de mercado, se exige que los valores coticen públicamente y tengan una negociación ágil, profunda y no influenciada por agentes privados individuales. Dada esta definición, se determina una lista de excepciones que recoge valores que no podrán ser incluidos en esta cartera:

- valores emitidos por la propia entidad, y las participaciones en el capital de sociedades del grupo o asociadas;
- valores adquiridos con pacto de retrocesión no opcional;
- valores cedidos temporalmente o prestados por plazos superiores a tres meses y los destinados a cubrir las cesiones a cuentas financieras;
- valores dados en garantías.

#### B) *Cartera de inversión ordinaria*

El Banco de España la define por exclusión, incluyéndose en ella los valores de renta fija o variable que no hayan sido asignados a ninguna otra cartera.

#### C) *Cartera de inversión a vencimiento*

Incluye sólo valores de renta fija que las entidades prevean mantener hasta su vencimiento, siempre que tengan *capacidad financiera* para hacerlo. Esta capacidad se define, en términos generales, de forma expresa en la Circular, presumiéndose en los siguientes casos:

- existencia de financiaciones vinculadas, de plazo equiparable a su vida residual, básicamente en la forma de cesiones temporales a plazos cercanos al vencimiento;
- excedente neto en el resto del balance de pasi-

vos sobre activos de plazo residual e importe iguales o superiores al de esa cartera;

- otras coberturas apropiadas del valor de la cartera frente a variaciones del tipo de interés.

Dado el extraordinario tratamiento contable de esta cartera, se exige que la clasificación de títulos en esta cartera precise de una decisión documentada, para poder verificar si se cumple alguna de las condiciones anteriormente mencionadas. Los títulos deberán mantenerse hasta vencimiento, y habrán de comunicarse al Banco de España y justificarse las enajenaciones que se realicen. En la Circular se enumeran, como motivos para justificar dicha enajenación, los cambios en la legislación que modifiquen de forma profunda el marco en que actúa la entidad, variaciones importantes de las circunstancias que concurren en el emisor, la ejecución de garantías constituidas o la existencia de dificultades financieras de la entidad o su grupo.

#### D) *Cartera de participaciones permanentes:*

En esta cartera se podrán clasificar las participaciones vinculadas a la actividad de la entidad o del grupo a que pertenezca y que vayan a mantenerse, por dicha vinculación, de forma duradera.

## 2. **Trasposos entre carteras**

Estos cuatro tipos de carteras no son absolutamente estancos y se permiten algunos trasposos de valores entre ellos. Sin embargo, de forma explícita, se limitan otros trasposos, algunos de los cuales no estaban restringidos con la normativa anteriormente en vigor. Concretamente, los trasposos de la cartera de inversión ordinaria a la de inversión a vencimiento se realizarán al menor del precio de mercado y el precio de adquisición corregido —tal como se define en la Circular y calculado como comentamos más adelante—, saneando, en su caso, las pérdidas que se pongan de manifiesto.

Los trasposos de la cartera de participaciones permanentes a la cartera de inversión ordinaria o a la cartera de negociación —cuando dichas participaciones cumplieren con los requisitos para estar incluidas en esta cartera— se realizarán al valor neto en libros.

No podrán realizarse trasposos de la cartera de inversión a vencimiento a otras carteras, ni de la cartera de inversión ordinaria a la de negociación —posibilidad ésta no prohibida en la anterior normativa.

Cualquier trasposo entre carteras deberá estar debidamente documentado y justificado.

### 3. Contabilización y saneamientos

Las modificaciones que introduce la nueva Circular en cuanto a la contabilización y el saneamiento de la cartera de valores se concentran en dos tipos de carteras. Por un lado, se modifica el tratamiento de la cartera de inversión ordinaria. Por otro, se establece un tratamiento especialmente favorable para la nueva cartera de inversión a vencimiento. El tratamiento contable de la cartera de negociación permanece invariable y el de la cartera de participaciones permanentes se asimila al ya existente en la normativa anterior para las denominadas «inmovilizaciones financieras».

Los valores incluidos en la *cartera de inversión ordinaria* se contabilizarán inicialmente por su valor de adquisición, deducido el importe de cupón corrido —que se contabilizará en cuentas diversas hasta el cobro efectivo. También se deducirán, como ocurría con anterioridad, las bonificaciones y comisiones obtenidas en el momento de la suscripción, exceptuando las que tengan el carácter de cupones prepagados, que se periodificarán a lo largo del período de carencia de intereses. Sólo en el caso de valores con rendimiento implícito con vencimiento original inferior a 12 meses se modificará este criterio, contabilizándose los valores por su valor de reembolso.

Los valores incluidos en la cartera de inversión adquiridos a precios distintos del valor de reembolso darán lugar a una periodificación mensual por la diferencia entre el precio de adquisición y dicho valor de reembolso. Esta periodificación se realizará durante la vida residual del valor, corrigiendo el precio inicial del título con abono o adeudo a resultados. Este nuevo concepto contable se denominará *precio de adquisición corregido* y será la base para el cálculo de los saneamientos trimestrales, cuando procedan, en los valores cotizados.

Estos valores cotizados exigen comparar su precio de adquisición corregido y la cotización al final de cada trimestre, tomando como referencia la cotización del último día, que se sustituirá por la media de los últimos diez días hábiles en valores con mercados poco profundos o erráticos. Si el precio de adquisición corregido es superior a la cotización —deducido de ésta el cupón corrido—, dará lugar a una *necesidad de saneamiento*, llevándose la suma de todas las diferencias de este signo a una cuenta activa a clasificar entre las de periodificación y a deducir de los recursos propios. Si el precio de adquisición corregido es inferior a la cotización, podrán compensarse, por la diferencia entre ambos, parte de las minusvalías latentes en otros valores, siempre que los valores que generan estas plusvalías latentes tengan liquidez y una cotización ágil y profunda, no pudiendo ser ésta influenciada por agentes individuales. La contrapartida de estos apuntes contables será el fondo de fluctuación de valores.

Este saneamiento, en vez de realizarse contra una cuenta de periodificación activa, podrá alternativamente realizarse contra la cuenta de resultados, disponiendo las entidades de total libertad para distribuir el saneamiento entre resultados y la cuenta deducible de sus recursos propios en las proporciones que, en cada momento, consideren oportunas. Sólo hace mención el Banco de España, de acuerdo con el principio de prudencia valorativa que subyace en todo momento en el espíritu de la Circular, de *la consideración de que las entidades deben tener particularmente en cuenta «los cambios se prevean duraderos en las condiciones de los mercados»* como motivo que puede hacer recomendables los saneamientos contra la cuenta de resultados.

Las enajenaciones de los valores incluidos en la cartera de inversión ordinaria reciben un tratamiento asimétrico. Las minusvalías realizadas irán directamente a la cuenta de resultados. En el caso de que se realicen beneficios, se dotará una provisión, a integrar en el fondo de fluctuación de valores, por el importe de las plusvalías. Al cierre de cada trimestre, esta provisión se aplicará a la cuenta de periodificación activa que recoge los saneamientos de valores de esta cartera, hasta el saldo que tenga esta cuenta en ese momento, liberándose el exceso. Sin embargo, las provisiones liberadas habrán de constituirse de nuevo en trimestres posteriores del mismo ejercicio si en ellos se produce un aumento de la citada cuenta de periodificación. De este modo, se da un nuevo tratamiento contable a las plusvalías realizadas por enajenaciones de cartera que no serán firmes, en sentido estricto, hasta el cierre de cada ejercicio, y *sólo por el importe que no sea necesario para compensar otras minusvalías latentes*. Las recuperaciones de estas provisiones que puedan realizarse en un trimestre antes del cierre del ejercicio estarán sujetas a provisionalidad, en el sentido de que, dentro del mismo ejercicio, la generación de minusvalías latentes en otros valores de esta cartera puede obligar a que, de nuevo, se realice una provisión por la cuantía de las plusvalías afloradas en la cuenta de resultados.

En el caso de valores de la cartera de inversión ordinaria que se encuentren vendidos con compromiso de recompra, el cálculo de la diferencia entre el precio de adquisición corregido y la cotización se realizará proporcionalmente al período de vida residual en que el título no se encuentra cedido. En la práctica, este tratamiento es el que se venía dando a las cesiones temporales, y el Banco de España, en esta Circular, sólo recoge lo que, de hecho, se estaba aceptando como práctica común, dada la evidente cobertura de riesgo de tipo de interés durante el período de la cesión.

En el caso de valores incluidos en la *cartera de inversión a vencimiento*, su contabilización será, en origen, idéntica a la de los valores de la cartera de

inversión ordinaria, basándose en el precio de adquisición —con las correcciones y matizaciones arriba mencionadas—, y, posteriormente, en el cálculo mensual del precio de adquisición corregido. La gran diferencia es que no se exige ningún saneamiento de esta cartera, periodificándose hasta vencimiento, por un lado, las diferencias entre precio de adquisición y valor de reembolso —cálculo del precio de adquisición corregido— y, por otro, los cupones correspondientes.

En el caso de enajenaciones de valores incluidos en esta cartera a vencimiento, las pérdidas realizadas se llevarán directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias como resultados extraordinarios. En el caso de beneficios, se dotará una provisión específica por el importe de dichos beneficios, disponiéndose de ella *linealmente* a lo largo de la vida residual del valor vendido. Con ello, independientemente de que pudiesen existir plusvalías latentes en los títulos incluidos en esta cartera, las entidades no encuentran ningún incentivo en su enajenación para la realización de plusvalías, ya que las mismas se periodificarían a lo largo de la vida residual de los mismos y no tendrían, en general, un efecto puntual significativo sobre las cuentas de resultados.

#### 4. Computabilidad de recursos propios

La cuenta de periodificación activa contra la que se realizan las dotaciones al fondo de fluctuación de valores en el cálculo de saneamientos de la cartera de inversión ordinaria sigue siendo deducible de los recursos propios. Sin embargo, tal como recoge la modificación que se realiza a la Circular 5/1993 sobre determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito, la deducción de los recursos propios computables tendrá igualmente en cuenta los fondos especiales que se hayan provisionado en el caso de enajenaciones con beneficio de valores incluidos en la cartera de inversión a vencimiento. El neto entre ambas partidas será el volumen deducible de los recursos propios computables.

#### 5. Otras modificaciones

Se aprovecha en la presente Circular para realizar otras modificaciones, algunas vinculadas a la nueva clasificación de las carteras —especialmente en lo referente a información a rendir por las entidades, aunque también otras de carácter meramente técnico para ajustarse a las nuevas definiciones. También se incluye una modificación que afecta a la clasificación de los *países dudosos* a efectos del riesgo-país que, por quedar fuera del alcance de esta nota, no será objeto de análisis en mayor detalle.

#### 6. Entrada en vigor

La presente Circular entró en vigor el día 27 de septiembre y será aplicable a las cuentas de las entidades de crédito de septiembre de 1994. Los saneamientos que se hubiesen realizado en la cartera de inversión de renta fija a junio de 1994 se considerarán firmes, lo cual no implica corrección del valor de los activos en el balance, ya que *se mantiene la contrapartida en el fondo de fluctuación de valores*. Sin embargo, este fondo sólo podrá ser liberado por una eventual recuperación de las cotizaciones.

Para los traspasos de valores que se realicen en el último trimestre de 1994 entre la cartera de inversión ordinaria y la cartera de inversión a vencimiento, se podrá tomar como valoración la referida a 30 de junio de 1994. De este modo, valores que hubiesen visto caer su cotización podrían ser clasificados en la cartera de inversión a vencimiento sin necesidad de realizar saneamientos adicionales por dicho último trimestre. De igual modo, el traspaso realizado al precio de 30 de junio permitiría recuperar las provisiones que se hubiesen dotado a 30 de septiembre.

#### IV. CONSIDERACIONES FINALES

La estructura de balance de las entidades financieras españolas muestra, en general, una tendencia a la asunción de un alto riesgo respecto a ascensos de los tipos de interés. Las grandes carteras de deuda existentes, que responden a la herencia de la «época del *repo*», previa al desarrollo de los fondos de inversión, contribuyen a elevadas duraciones en los recursos propios de muchas entidades financieras. Sin embargo, el nuevo contexto contable surgido con la revolucionaria circular 4/91 y después con la discutible 18/92 exigió de las entidades una gestión del riesgo de mercado específica: los valores ya no podían gestionarse de forma pasiva, como los créditos a tipo fijo, si no se quería que la cuenta de resultados sufriera más volatilidad: surgía así la relevancia del *riesgo de precios*.

Esto tiene importantes consecuencias para las autoridades supervisoras y para las entidades de crédito. En nuestra opinión, era imprescindible para el buen funcionamiento de los mercados una redefinición de la circular 18/92, en el sentido de eliminar su carácter asimétrico, evitar la distorsión de la estructura por plazos del riesgo de interés y propiciar que se insertara más específicamente en la política de vigilancia del riesgo de interés y de liquidez de todos los activos y los pasivos de las entidades financieras.

No obstante, también es necesaria por parte de éstas una actitud más estricta en el control y gestión de los riesgos de mercado. Una delimitación *ex ante* de los riesgos máximos a admitir en sus carte-

ras de valores de renta fija —tamaño y duración de las carteras—, así como un control de sus posiciones, estableciendo límites operativos *ex-post*, como pérdidas máximas admitibles, son medidas imprescindibles que exigen un avance en el análisis del «valor de riesgo» de las posiciones y en los sistemas de información en tiempo real. Además es precisa una gestión más activa de las posiciones: aun cuando una posición se oriente al medio o largo plazo, su gestor debe reaccionar a expectativas de caída de los precios —aunque existan plusvalías latentes—

reduciendo la duración de sus carteras, ya patrimonialmente, ya mediante cobertura con instrumentos derivados, como los futuros y las opciones.

#### NOTA

(\*) Se trata de un cierto efecto desplazamiento de consecuencias todavía imprevisibles. Sobre estos efectos en Estados Unidos —el *credit crunch*, véase A. P. Rodrigues, «Government Securities Investments of Commercial Banks», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, verano de 1993.