

LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

La titulización en España: principales características

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Uno de los desarrollos más relevantes en el sistema financiero internacional en los últimos años ha sido el notable dinamismo de la titulización. Estas operaciones consisten en la transformación de un conjunto de activos —típicamente poco líquidos, como los préstamos— en valores negociables. El mecanismo que se utiliza para ello es la transferencia de los activos a un fondo, que financia sus adquisiciones mediante la emisión de títulos¹.

El auge de estos mercados ha dado lugar en algunas áreas, como, por ejemplo, en Estados Unidos, a una cierta transformación del negocio de los bancos desde el modelo tradicional de intermediación hacia otro en el que los créditos concedidos se transmiten en su mayoría a terceros, que son quienes terminan asumiendo los riesgos del préstamo (modelo al que se le denomina *generate-to-distribute*). Precisamente, la relevancia de esta operativa ha desempeñado un papel determinante en el episodio de turbulencias financieras que se inició el pasado verano.

En España, la titulización se ha expandido a un ritmo incluso superior al de otros países desarrollados, de modo que nuestra economía se ha llegado a convertir en una de las principales emisoras de este tipo de valores en Europa. Sin embargo, estas transacciones presentan algunas características idiosincrásicas que las distinguen de las realizadas en otras áreas. Así, por ejemplo, en el caso español el avance de esta operativa ha sido compatible con el modelo bancario tradicional, por el cual las entidades de crédito mantienen los riesgos asociados a los préstamos de su cartera.

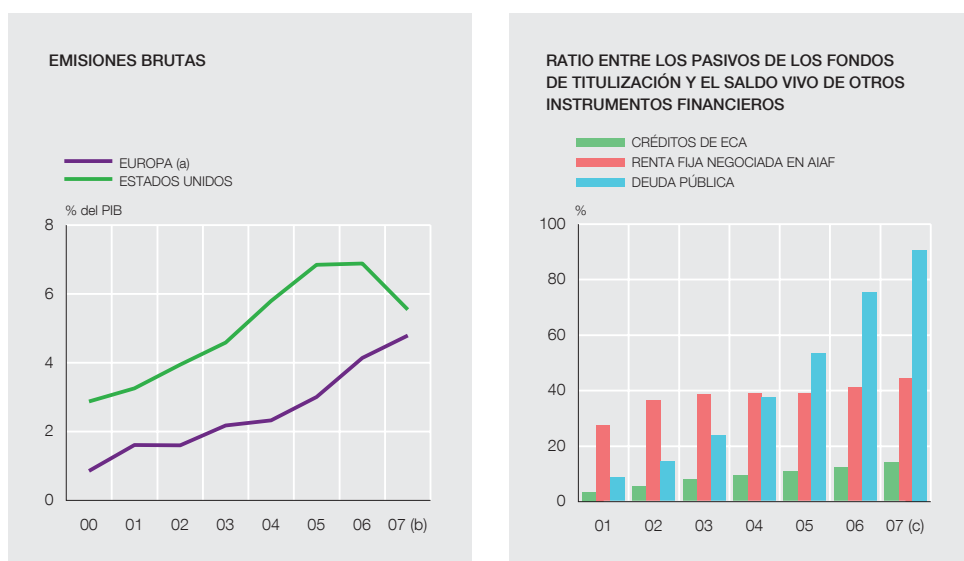
Este artículo revisa el papel desempeñado por la titulización en el desarrollo del sistema financiero español durante la presente década. Con este fin, la siguiente sección resume la evolución reciente de la actividad asociada a estos instrumentos y analiza los principales factores que han favorecido su expansión, tanto en España como en otros países desarrollados. En la tercera sección se describen las características más relevantes de esta operativa en nuestra economía, prestando especial atención a los rasgos diferenciadores con respecto a otras áreas. Finalmente, en el último apartado se extraen algunas conclusiones.

Evolución reciente de los mercados de titulización

Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 1, durante los últimos años el volumen, en relación con el PIB, de las emisiones asociadas a la titulización de activos ha experimentado un notable dinamismo, tanto en Europa como en Estados Unidos. Las cifras de 2007, que cubren hasta el tercer trimestre, muestran un crecimiento positivo de esta ratio, en términos acumulados de doce meses, en comparación con 2006. Esto recoge sobre todo la evolución expansiva de la primera parte del ejercicio, ya que las turbulencias financieras que se iniciaron durante el pasado verano han tenido un impacto acusado en estos mercados, que se ha reflejado en una reducción de la liquidez de los instrumentos negociados, en una ampliación de los diferenciales de rentabilidad y en una contracción de la actividad.

En España, el avance de la titulización ha sido también intenso. Así, entre 2000 y 2007² el volumen anual de emisiones brutas se ha multiplicado por más de 15, hasta llegar a los 124 mm

1. Una actividad similar es la emisión de títulos respaldados por la cartera de préstamos de una entidad (cédulas hipotecarias en el caso español). Sin embargo, a diferencia de la titulización, los activos no se transfieren a un fondo. En este artículo no se consideran estas emisiones, en las que no hay transferencia del activo. 2. Las cifras de 2007 se refieren al mes de septiembre y, en el caso de las emisiones, recogen el volumen acumulado hasta esa fecha en los últimos doce meses.



FUENTES: European Securitisation Forum, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

- a. Incluida España. Recoge el PIB de la UE 25, aunque los datos de titulaciones incluyen algunos países no UE.
 b. Emisiones desde el tercer trimestre de 2006 al tercer trimestre de 2007.
 c. Datos de junio.

de euros; y el saldo vivo de estos instrumentos lo ha hecho por más de 17, hasta alcanzar los 307 mm de euros. El dinamismo experimentado por estas operaciones en el mercado español ha elevado su tamaño relativo, de modo que ha pasado a ser uno de los principales emisores de este tipo de valores. Así, de acuerdo con los datos del European Securitisation Forum, entre el primer y el tercer trimestre de 2007 el 15% del volumen de emisiones europeas se originó en nuestro país (véase cuadro 1). En términos de saldos vivos, el peso relativo de nuestros títulos se situaba el pasado septiembre en el 13%, cifra que está lejos todavía de la del primer emisor, el Reino Unido (37%)³.

En comparación con otros activos financieros, el avance de estos instrumentos en España ha sido también destacado. Así, en junio de 2007 el saldo vivo de las emisiones de titulización representaba el 14% de la cartera crediticia de las entidades españolas (frente al 3% en 2001), el 44% de los valores admitidos a negociación en AIAF (28% en 2001) y el 91% (9% en 2001) de la deuda pública (véase el panel derecho del gráfico 1).

La expansión de la titulización de activos durante los últimos años en los sistemas financieros de los países desarrollados se ha visto impulsada por la confluencia de diversos factores que han potenciado tanto su oferta como su demanda. Desde el punto de vista de las instituciones originadoras, estos instrumentos resultan atractivos, ya que permiten transferir a terceros una parte de los riesgos de su cartera, lo que facilita la gestión de estos y se traduce en unas menores necesidades de mantener capital⁴. También es posible utilizar estos productos como un mecanismo de financiación, de modo que la entidad originadora retiene el grueso de los riesgos de los activos transferidos. Esto lo puede hacer, por ejemplo, adquiriendo un compromiso frente al fondo para asumir las primeras pérdidas en caso de impago en los créditos ti-

3. Una gran parte de las titulaciones emitidas en el Reino Unido corresponde a entidades extranjeras que optan por realizarlas allí para aprovechar las ventajas que ofrece Londres como centro financiero internacional. 4. Las entidades crediticias deben mantener un nivel mínimo de capital en función de los riesgos de su cartera.

En % del total		
Países	Saldos vivos III TR 2007	Emisiones brutas ENE-SEP 2007 (a)
Reino Unido	37,2	51,6
España	13,1	15,1
Holanda	9,9	9,3
Italia	8,9	8,0
Alemania	5,6	4,5
Portugal	2,2	2,6
Irlanda	1,4	2,8
Resto de Europa	4,8	4,4
Multinacional (b)	16,8	1,7

FUENTE: European Securitisation Forum.

a. No incluye CDO.

b. Emisiones que combinan activos subyacentes de varios países.

tulizados. En este caso, la principal motivación de estas operaciones es la obtención de fondos, y no tanto el ahorro de recursos propios⁵.

Desde el punto de vista de la demanda, estos instrumentos también resultan atractivos, porque amplían el conjunto de activos disponibles. Así, la emisión de títulos asociada a una operación de titulización generalmente se realiza mediante la puesta en circulación de distintos tramos que se distinguen en el orden de prelación en caso de impago de los activos titulizados, de modo que los inversores disponen de un amplio abanico de combinaciones de rentabilidad-riesgo. En un contexto de tipos de interés reducidos, algunos agentes han podido ver los bonos de titulización como una alternativa de inversión interesante, ya que ofrece una rentabilidad más elevada que la deuda pública a cambio de asumir algo más de riesgo. Por otro lado, el desarrollo de la inversión colectiva ha facilitado la venta de estos productos financieros, que revisten un mayor grado de complejidad. Por último, en el mercado europeo la posibilidad de que puedan ser utilizados como garantías en las operaciones de financiación con el Eurosistema ha favorecido también su incorporación a las carteras de las entidades de crédito.

Junto a estos factores, las reformas de la normativa acometidas en diversos países han desempeñado un papel fundamental en la expansión de los mercados de titulización, especialmente en el caso de las economías europeas continentales que contaban con un menor desarrollo de estos instrumentos. En líneas generales, los cambios regulatorios han ido ampliando el conjunto de activos subyacentes y han introducido mayor flexibilidad.

En el caso español, el proceso de reformas, que ha revestido un carácter gradual, ha eliminado sucesivamente diversas trabas existentes para el desarrollo de estos productos. El hito más significativo fue la aprobación del Real Decreto 926/199, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras ampliando sustancialmente la gama de

5. En algunos casos, dependiendo de la normativa vigente en los países, esta última modalidad de titulizaciones puede utilizarse también como un medio para obtener un ahorro de recursos propios exigibles. A esta operativa se la denomina habitualmente «arbitraje regulador».

instrumentos financieros susceptibles de entrar en esquemas de titulización. Reformas posteriores han extendido aún más el conjunto de activos subyacentes⁶.

Aunque estos desarrollos normativos sentaron las bases para la expansión de este mercado en España, el principal factor de oferta que contribuyó a su dinamismo fue que las entidades de crédito vieron en estos productos un mecanismo ideal para cubrir la brecha entre el crecimiento del crédito y el de los depósitos, ya que estos instrumentos contaban con algunas ventajas frente a otros alternativos. Así, a diferencia del recurso al mercado interbancario, las emisiones de titulización permiten captar fondos a largo plazo, lo que limita los riesgos de refinanciación. Por otra parte, en comparación con los bonos convencionales, el coste de financiación era más reducido, lo que refleja tanto las mejoras crediticias que incorporan como la elevada calidad de los activos subyacentes.

De este modo, el principal objetivo del recurso de las entidades españolas a estos mercados ha sido la búsqueda de fuentes de financiación del crédito, lo que explica algunas de las características de las operaciones, que se comentan en la siguiente sección. Hay que tener en cuenta, además, que la regulación española sobre provisiones es especialmente exigente, obligando a las entidades que transferían los créditos, pero continuaban soportando una parte sustancial de los riesgos asociados⁷, a provisionar como si no se hubiera titulado el préstamo.

Principales características de la titulización en España

En el cuadro 2 se recoge la evolución entre 2000 y 2006 del volumen de emisiones brutas y de los saldos vivos de los valores generados como consecuencia de las operaciones de titulización, y su desglose según el tipo de activo subyacente. Una de las características que se aprecian es el claro protagonismo de las operaciones originadas por las entidades de crédito que, en términos de saldos, explicaban a finales de 2006 más del 99% del total, del cual un 55% correspondía a las cajas de ahorro y un 34% a los bancos.

A diferencia de lo que ha ocurrido en otros sistemas financieros, y particularmente en el estadounidense, las entidades españolas han retenido el grueso de los riesgos asociados a las titulizaciones, lo que seguramente se explica por el hecho de que estas perseguían la captación de fondos. Así, desde la entrada en vigor de la CBE 4/2004, que endureció los criterios para sacar del balance los activos titulizados, exigiendo para ello que se produjera una transferencia sustancial de todos los riesgos y beneficios asociados a los mismos⁸, tan solo se ha dado de baja del activo un 5% del volumen de las operaciones. En el 95% restante, pues, los riesgos transferidos a terceros han sido mínimos. Como consecuencia de ello, el porcentaje del saldo vivo que representan los activos dados de baja del balance ha experimentado una pauta decreciente, hasta situarse a finales de 2006 por debajo del 24% (véase cuadro 2).

Las entidades han utilizado distintos mecanismos para retener los riesgos de los activos titulizados, como, por ejemplo, la utilización de líneas de crédito subordinadas por las propias instituciones originadoras o la suscripción de los tramos de los bonos emitidos que asumen las primeras pérdidas.

Otro rasgo diferencial de los esquemas de titulización españoles es el predominio, dentro de los activos subyacentes, de los préstamos vinculados al mercado hipotecario, los cuales re-

6. Para un mayor detalle de la regulación de estos productos, véanse García-Vaquero (2003) y Losada (2006). 7. Por ejemplo, comprometiéndose a hacerse cargo de las primeras pérdidas en caso de impago de los préstamos. 8. Para una explicación más detallada del impacto sobre las titulizaciones de la CBE 4/2004, véanse Fuentes (2005) y Pérez (2006).

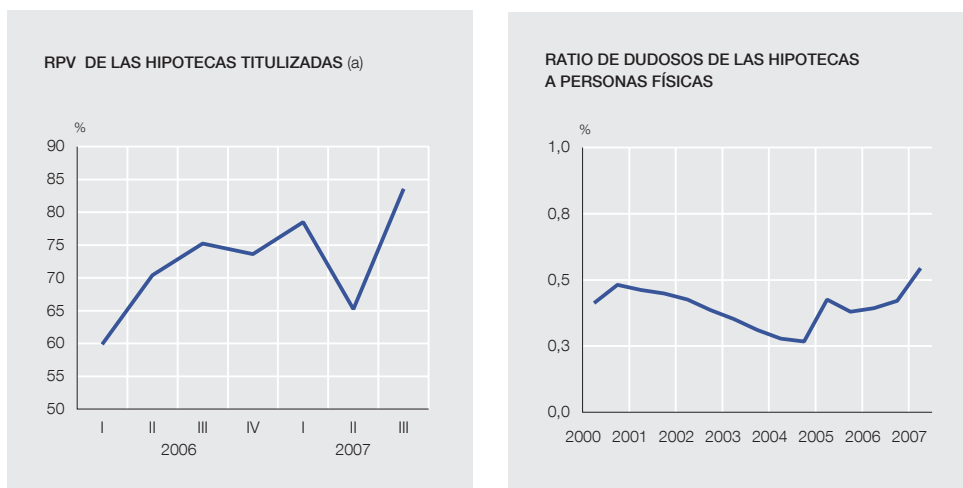
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
A) EMISIÓN DE VALORES (a)							
TOTAL (MILLONES DE EUROS)	8.175	12.188	22.564	36.157	52.510	68.904	93.801
En % del total:							
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE BONOS:	89,4	59,5	75,6	67,5	61,7	63,8	68,4
Préstamos hipotecarios a personas físicas	41,6	53,1	23,0	32,7	27,5	34,1	36,1
Préstamos a PYME	18,8	4,5	13,8	17,3	16,7	9,5	13,6
Resto	29,0	1,9	38,8	17,5	17,5	20,2	18,7
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE PAGARÉS	10,6	3,2	7,6	-2,0	2,3	-1,9	1,0
PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO	0,0	37,3	16,8	33,7	35,6	37,9	29,5
ACTIVOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS	0,0	0,0	0,0	0,8	0,5	0,2	1,1
Pro memoria:							
Total activos con garantía hipotecaria (b)	43,8	53,7	56,2	57,7	48,2	50,6	51,8
Total financiación al mercado hipotecario (c)	43,8	91,0	74,5	87,5	83,6	85,9	79,4
B) SALDOS VIVOS							
TOTAL (MILLONES DE EUROS)	17.810	27.448	46.552	76.628	120.443	173.592	243.163
En % del total:							
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE BONOS:	88,9	74,8	73,3	68,4	62,8	59,3	59,3
Préstamos hipotecarios a personas físicas	67,7	60,1	53,4	48,7	41,6	40,3	38,7
Préstamos a PYME	8,2	6,6	9,8	12,7	14,2	11,7	11,5
Resto	13,0	8,1	10,2	7,0	6,9	7,4	9,1
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE PAGARÉS	11,1	8,6	8,8	4,4	4,2	2,5	2,2
PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO	0,0	16,6	17,9	26,8	32,6	37,8	38,4
ACTIVOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,2
Pro memoria:							
Total activos con garantía hipotecaria (b)	68,7	61,0	57,4	55,8	50,7	48,0	46,5
Total financiación al mercado hipotecario (c)	68,7	77,6	75,9	80,8	82,1	84,0	82,8
Mantenidos en balance (d)	0,0	0,0	0,4	2,3	42,5	63,3	76,2
Dados de baja en el balance (d)	100,0	100,0	99,6	97,7	57,5	36,8	23,8

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y Banco de España.

- a. Emisiones brutas, excepto en el caso de los pagarés, que son netas, ya que los activos titulizados son a plazos muy cortos y el volumen de emisión anual muy elevado, lo que distorsionaría las cifras.
b. Suma de hipotecarios más los préstamos con garantía hipotecaria en las categorías restantes.
c. Suma de titulaciones con activos de garantía hipotecaria y la parte de cédulas hipotecarias de las de pasivo.
d. Los porcentajes están calculados sobre el total de activos de entidades de crédito que son transferidos mediante operaciones de titulización. No se incluyen las titulaciones de pasivos.

presentaban a finales de 2006 el 83% del saldo total (véase cuadro 2), frente al 48% observado en el resto de los países europeos⁹. Por el contrario, el peso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas y de activos no comunes era sustancialmente más reducido en nuestro país. Además, en España se ha desarrollado una operativa, en la que, en lugar de créditos, se transfieren al fondo de titulización cédulas hipotecarias, que son valores emitidos por las propias entidades que cuentan con la garantía tanto de la cartera de hipotecas del emisor como del resto de sus activos. Este mecanismo es utilizado, generalmente, por cajas de ahorros de mediana dimensión que pueden agrupar indirectamente sus créditos en un fondo común y alcanzar así los volúmenes mínimos necesarios para participar en estos mercados¹⁰. Este tipo de subyacente tenía, al cierre de 2006, un peso del 36% del saldo total¹¹.

9. Datos de European Securitisation Forum. 10. Las cajas de ahorros eran, a finales de 2006, originadoras de más del 85% del saldo total de las titulaciones de cédulas hipotecarias. 11. Además de cédulas hipotecarias, algunas entidades transfieren a los fondos de titulización otros pasivos, como, por ejemplo, bonos de tesorería o bonos subordinados. El peso relativo de estos subyacentes es, sin embargo, muy reducido (2% a finales de 2006).



FUENTE: Banco de España.

a. Porcentaje del préstamo sobre el valor de la garantía.

El desarrollo de esta última tipología ha contribuido, por tanto, a extender el uso de la titulación entre un conjunto más amplio de entidades, lo que se ha reflejado en un descenso en el grado de concentración de la actividad por instituciones originadoras. Así, el saldo vivo de las emisiones correspondientes a las cinco más activas representaba en 2006 alrededor del 30% del total, cuando esta misma proporción era cercana al 40% en 2003 y al 65% en el 2000.

Otro rasgo destacable de los programas españoles es la elevada calidad de los valores emitidos, que se deriva, en primer lugar, del reducido riesgo de los activos subyacentes. Así, como se ha comentado anteriormente, una proporción muy alta de estos está vinculada al mercado hipotecario, cuyo riesgo es generalmente menor que el de otro tipo de préstamos, ya que cuentan con una garantía. En este sentido, resulta reseñable, además, que, tal como se observa en el panel izquierdo del gráfico 2, la relación préstamo-valor de las hipotecas titulizadas, a pesar de su reciente repunte, es todavía inferior al 85%. Por otra parte, en el caso de las hipotecas concedidas a personas físicas, que es el principal activo titulado, la proporción de impagos suele ser inferior a la del resto de créditos. En concreto, como se aprecia en el panel derecho del gráfico 2, la ratio de morosidad de estos préstamos se sitúa actualmente en valores muy bajos (en torno al 0,5%). El hecho de que en España el grueso de los riesgos ha sido retenido por las entidades originadoras es seguramente uno de los elementos que ha contribuido a preservar la calidad crediticia de los activos titulados, en la medida en que se han mantenido los incentivos adecuados para seguir una política rigurosa de concesión de créditos.

La calidad de los valores emitidos se ve reforzada, además, por las mejoras crediticias que introducen las entidades originadoras a través de los mecanismos que se han descrito anteriormente. De este modo, la probabilidad de impago de los tramos de mayor calificación, que, como se verá más adelante, representan el grueso de las colocaciones en los mercados, es bastante reducida.

La elevada calidad crediticia de los valores se refleja, lógicamente, en las calificaciones otorgadas por las agencias. Así, tal como se observa en el cuadro 3, un 95% del volumen de las emisiones españolas realizadas en 2006 contaba con la máxima calificación (AAA), y casi el

Emisiones realizadas en 2006	% del volumen				
	Total	Del cual			
		AAA	AA+/A-	BBB+/B-	Menos de B-
Entidades de crédito residentes	26,6	24,2	1,2	0,7	0,5
Otras instituciones financieras residentes	6,7	6,4	0,2	0,2	0,0
Otros sectores residentes	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
TOTAL MERCADO ESPAÑOL	33,7	30,9	1,5	0,9	0,5
Instituciones financieras no residentes	63,0	61,2	1,2	0,6	0,0
Resto	3,3	3,1	0,1	0,1	0,0
TOTAL MERCADO EXTRANJERO	66,3	64,3	1,3	0,7	0,0
TOTAL EMISIONES ESPAÑOLAS	100,0	95,1	2,7	1,6	0,5
Pro memoria:					
TOTAL EMISIONES EUROPEAS (a)	100,0	79,3	11,4	5,8	3,6

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y European Securitisation Forum.

a. Incluye España.

98% era superior a BBB+, siendo los correspondientes porcentajes, para el conjunto de las originadas por entidades europeas, del 79% y del 91%, respectivamente.

En el cuadro 3 se puede observar también la distribución de las emisiones realizadas en 2006 según el sector tenedor. Resulta destacable el elevado peso de los no residentes, quienes adquirieron en dicho ejercicio más del 66% del volumen de estas operaciones. La importancia relativa de estos agentes es incluso superior dentro de las referencias de mayor calidad crediticia (cerca del 68%) o en términos de saldos vivos (81% a finales de 2006). Por otra parte, la clasificación por tipo de inversor pone de manifiesto el predominio de las instituciones financieras, tanto españolas como del resto del mundo.

Otra característica de los bonos de titulización españoles es que se emiten a plazos muy largos (actualmente, la vida media residual de estos valores se sitúa por encima de los 20 años¹²), que generalmente coinciden con los de los activos titulizados, lo que limita los riesgos de re-financiación. Básicamente, los pagos periódicos que realiza el fondo a los tenedores de estos valores replican el mismo perfil temporal de los flujos asociados a la cartera subyacente.

Finalmente, las emisiones de titulización españolas presentan un menor grado de complejidad en comparación con las que se han desarrollado en otros sistemas financieros. Así, por lo general, en los esquemas contractuales utilizados interviene un reducido número de agentes, ya que, en su gran mayoría, los activos titulizados son préstamos cuya gestión sigue en manos de las entidades originadoras, que son, a su vez, las que aportan las garantías para mejorar la calificación crediticia de la operación. Por el contrario, en otro tipo de transacciones, como, por ejemplo, las basadas en activos empresariales o en flujos futuros de ingresos, la gestión no está completamente controlada por la entidad originadora y habitualmente, debido a sus

¹². Los bonos de titulización generalmente se van amortizando a lo largo de su vida en función de las amortizaciones regulares y extraordinarias de la cartera de préstamos subyacentes. El dato de vida media residual se ha obtenido como un promedio, ponderado por saldos vivos, del plazo hasta el vencimiento final de cada uno de los valores emitidos.

mayores riesgos, las garantías aportadas para mejorar la calificación de los bonos se distribuyen entre un mayor número de intermediarios.

La mayor sencillez de las estructuras de titulización españolas, con la intervención de un menor número de agentes e instrumentadas, por lo general, bajo la regulación de un único país, implica que estos activos son más fáciles de valorar, al tiempo que limita algunos de los riesgos asociados a esta actividad, como el de contraparte (derivado del posible incumplimiento de las obligaciones asumidas por una de las partes), el reputacional (por el posible daño para la imagen de una entidad causado por actuaciones de terceros que intervienen en la transacción) o el legal (que resulta de posibles problemas en la interpretación o ejecución de los contratos y de la normativa que regula la operación).

Conclusiones

En los últimos años se ha producido un auge significativo de los mercados de titulización de activos, tanto en España como en otros países desarrollados. Las entidades españolas han utilizado estos productos como un mecanismo para cubrir la brecha entre el crecimiento del crédito y el de los depósitos. Esta fuente de fondos ha resultado menos costosa que la de los bonos convencionales, dada la elevada calidad de los valores procedentes de la titulización, y ha implicado un menor riesgo de refinanciación que el recurso a la financiación interbancaria, donde las operaciones suelen ser a horizontes reducidos, ya que las emisiones se realizan a plazos muy largos.

A diferencia de las titulizaciones realizadas en otros países, y en particular en Estados Unidos, en España las entidades han retenido el grueso de los riesgos de los activos transferidos, de modo que se han mantenido los incentivos adecuados para seguir una política rigurosa de concesión de créditos, lo que ha contribuido a preservar la calidad de los préstamos de su cartera y, por extensión, la de los activos emitidos por los fondos de titulización a partir de la misma.

Las turbulencias que se iniciaron el pasado verano asociadas al repunte de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos han generado tensiones en los mercados de titulización a nivel mundial, que se han traducido en una mayor dificultad para obtener recursos en los mismos. Es pronto aún para valorar adecuadamente cuál será el verdadero alcance de estas tensiones y cuáles serán sus repercusiones sobre cada tipo de activo. En todo caso, parece claro que, cuanto más se prolongue este episodio, más difícil resultará recuperar el dinamismo mostrado por estos instrumentos en los últimos años.

17.12.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- FUENTES, I. (2005). «Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2003). «La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- LOSADA, R. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*, Monografía n.º 14, octubre, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- PÉREZ, D. (2006). «Impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas», *Notas de Estabilidad Financiera*, n.º 4, mayo, Banco de España.