

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Otoño

2020

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA OTOÑO 2020

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico** 23
 - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 23
 - 1.1.2 España 28
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario** 31
 - 1.2.1 Mercados financieros 31
 - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 36
- 1.3 Los sectores no financieros** 40
 - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 40
 - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 44
 - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 47

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 61
 - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 61
 - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 70
 - 2.1.3 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español 76
 - 2.1.4 Evolución de los riesgos operacionales de las entidades de depósito 88
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 89
 - 2.2.1 Sector financiero no bancario 89
 - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 94
 - 2.2.3 Infraestructuras de mercados financieros bajo la crisis del Covid-19 97

3

RIESGO SISTÉMICO Y ACTUACIONES PRUDENCIALES EN RESPUESTA AL COVID-19

- 3.1 **Análisis de indicadores de evaluación de las vulnerabilidades financieras y su relevancia en el entorno generado por el Covid-19** 113
- 3.2 **Medidas prudenciales adoptadas ante la crisis y otras medidas alternativas** 116

Anejos

- 1 **Balance consolidado** 133
- 2 **Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada** 134

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 Evolución de previsiones de Consensus para 2020 15
- 2 Crédito bancario sobre valor añadido bruto, por sectores de actividad 15
- 3 Proyecciones del FLESB CET1 16
- 4 Previsiones del Banco de España 16
- 5 Índices de bolsa 17
- 6 Precios de la vivienda y del mercado inmobiliario comercial 17
- 7 Entradas netas en fondos de inversión, acumuladas desde el 15 de enero de 2020 19
- 8 Brechas de producción y de crédito-PIB 19
- 1.1 La crisis sanitaria y la intensidad de las medidas de contención marcaron fuertes caídas de la actividad global en el primer semestre, iniciándose a partir de junio una cierta recuperación, sujeta a notables incertidumbres 24
- 1.2 La actividad económica en el área del euro sufrió una contracción histórica a causa del inicio de la pandemia 26
- 1.3 Los bancos centrales de las economías emergentes relajaron adicionalmente la política monetaria, lo que no impidió la estabilización generalizada de sus divisas 27
- 1.4 La economía española experimentará también un acusado retroceso en 2020, concentrado en el primer semestre, debido a los efectos del confinamiento y al deterioro de la confianza de los agentes 30
- 1.5 Los precios de los activos financieros han tendido a recuperarse en los últimos meses, después de la fuerte corrección inicial tras el estallido de la crisis sanitaria 32
- 1.6 En un contexto de depreciación del dólar de EEUU, se ha observado una recuperación heterogénea de las valoraciones bursátiles por sectores y geografías, mientras se reducían las primas de riesgo soberanas en la UEM 33
- 1.7 Las compraventas en el mercado de la vivienda se han recuperado parcialmente tras el impacto inicial de la crisis sanitaria, que ha intensificado la desaceleración de precios en este sector 37
- 1.8 La irrupción de la pandemia ha supuesto una fuerte caída de las compraventas en el mercado inmobiliario comercial y un descenso más moderado de los precios 39
- 1.9 Aumenta el endeudamiento de las empresas como respuesta a las necesidades de liquidez originadas por la crisis, que reduce también fuertemente su rentabilidad 41
- 1.10 La situación financiera de los hogares se deteriora por la evolución adversa de las rentas, a pesar de que se reduce su deuda 43
- 1.11 La pandemia del Covid-19 tendrá un fuerte impacto negativo sobre la posición financiera de las administraciones públicas españolas 45
- 1.12 Las entradas de capitales extranjeros se resintieron en los primeros compases de la crisis sanitaria al tiempo que se elevaron la posición deudora neta y el endeudamiento bruto externo de la economía 47
- 2.1 Debido a las implicaciones de la crisis del Covid-19, el crédito se ha incrementado en términos interanuales por primera vez desde el final de la crisis financiera 62
- 2.2 La ratio de dudosos siguió descendiendo, debido a la expansión del crédito bancario total, mientras que las refinanciaciones moderaron su caída 63
- 2.3 Debido a la pandemia, las recuperaciones y las salidas a fallidos no han llegado a compensar las nuevas entradas en dudosos, al contrario de como venía sucediendo desde 2013 65
- 2.4 Los negocios en el extranjero suponen la mitad de los activos financieros del sector bancario español, y se concentran en Reino Unido, Estados Unidos y Latinoamérica 66
- 2.5 Las operaciones de refinanciación del BCE y la ampliación de sus programas de compra han facilitado la distensión en los mercados monetarios 67
- 2.6 A pesar de que los costes de pasivo continúan en niveles moderados, la pandemia ha provocado un impacto adverso en la financiación mayorista, que se ha visto atenuado por la intervención de los bancos centrales 69
- 2.7 La mayoría de entidades ha visto reducido su resultado neto en la primera mitad de 2020 71
- 2.8 La pandemia del Covid-19 ha tenido un efecto muy severo sobre la rentabilidad del sector bancario español, debido en buena medida a los ajustes contables sobre el fondo de comercio 72
- 2.9 La contribución del negocio en el extranjero al resultado de los principales bancos españoles continuó siendo muy significativa, si bien resultó mermada por el deterioro del fondo de comercio 73

- 2.10 Las ratios de capital agregadas del sector bancario español han aumentado en los últimos doce meses a pesar de la irrupción de la pandemia 75
- 2.11 Gran parte de las entidades del sistema bancario español han aumentado su volumen del CET1 desde junio de 2019 75
- 2.12 Los escenarios macroeconómicos utilizados para medir la capacidad de resistencia de los bancos españoles contemplan deterioros severos de la actividad económica en las geografías donde tienen presencia significativa 79
- 2.13 Para las entidades con mayor actividad internacional, la contracción económica global limitaría la generación de nuevos recursos de capital en el negocio en el extranjero con los que compensar el impacto de los deterioros en el negocio en España 80
- 2.14 El resto de entidades MUS, concentradas en el negocio en España, sufrirían un volumen de deterioros elevado, siendo elementos mitigadores una ratio inicial CET1 más alta y un cierto grado de desapalancamiento 81
- 2.15 Las entidades bajo supervisión directa presentan un modelo de negocio conservador, con un nivel de capital elevado y exposición a activos de menor riesgo, lo que limita los deterioros, que aun así son significativos por el fuerte retroceso de la actividad económica en España 82
- 2.16 Los efectos del programa de avales al crédito empresarial y la expansión del programa de TLTROs tienen un impacto significativo en la prueba de resistencia, reforzado por los límites a la distribución de beneficios 85
- 2.17 La adopción de medidas adicionales eleva la evaluación regulatoria de la solvencia, si bien los efectos de algunas de ellas se concentran en el corto plazo 87
- 2.18 Los activos ponderados por riesgo operacional se han mantenido relativamente estables en los últimos años, mientras que las provisiones por gastos legales y litigios fiscales han aumentado 89
- 2.19 Los EFC han registrado una caída del crédito y un aumento de la ratio de dudosos desde el inicio de la pandemia de Covid-19 90
- 2.20 El segmento de seguros de no vida presenta un aumento de sus ingresos por primas en 2020, frente a la fuerte caída interanual para el segmento de vida, manteniendo también un mayor peso de activos de más riesgo en su cartera de inversión 92
- 2.21 El patrimonio de los fondos de inversión cayó con fuerza al inicio de la pandemia, pero se ha recuperado posteriormente en buena medida 93
- 2.22 A pesar del fuerte impacto inicial de la pandemia en los fondos de inversión europeos, las salidas netas de capitales desde marzo han sido más moderadas que en crisis previas 95
- 2.23 Los bancos y los fondos de inversión tienen un elevado porcentaje de sus carteras invertido en activos procedentes de los mismos emisores 96
- 3.1 El riesgo sistémico en el sistema financiero español se ha reducido progresivamente desde finales de abril hasta finales de agosto, aunque se mantiene algo por encima del nivel previo a la crisis 114
- 3.2 Con datos provisionales de junio, la brecha Crédito-PIB habría superado el umbral de activación estándar del CCA, lo que no constituye una señal de alerta sistémica al explicarse por la abrupta caída del PIB 115
- 3.3 El uso de los colchones de capital para estimular el crédito puede contribuir a la solvencia de las entidades bancarias, si no se produce una desviación significativa de las condiciones de financiación en el escenario base 121

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1 Principales riesgos para la estabilidad financiera en otoño de 2020 14

ÍNDICE DE CUADROS

- 2.1 Escenarios macroeconómicos para España en el ejercicio de resistencia 78

ÍNDICE DE RECUADROS

- 1.1 El endeudamiento del sector de sociedades no financieras en España: evolución reciente e implicaciones económicas 49
- 1.2 Evolución de las moratorias crediticias y análisis de las características de los beneficiarios y de su potencial efecto sobre la morosidad 53

- 2.1 Efectos de la pandemia sobre los sistemas bancarios internacionales más relevantes para España 100
- 2.2 Evolución de la opinión de los analistas sobre los principales bancos cotizados españoles ante el impacto del Covid-19 106

- 3.1 Impacto de la pandemia en el riesgo sobre el crecimiento y el impacto mitigador de las medidas macroprudenciales adoptadas 124
- 3.2 La respuesta de la Junta Europea de Riesgo Sistémico a la crisis del Covid-19 126
- 3.3 Adaptaciones de la normativa bancaria europea en respuesta a la pandemia Covid-19 (*quick fix*) 129

PRINCIPALES RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

La pandemia del Covid-19 y las restricciones implementadas para contenerla han tenido un impacto sin precedentes en la actividad económica global, y también en España, elevando notablemente los riesgos para la estabilidad financiera, que se han visto mitigados por la acción de política económica.

En concreto, la crisis económica generada por la pandemia ha afectado significativamente a las rentas de empresas y hogares, si bien las medidas de política económica han paliado estos efectos por diversas vías. En el caso de las sociedades no financieras, la pérdida de ingresos, muy significativa en algunos sectores productivos, ha hecho necesario el recurso a un mayor endeudamiento, que el programa de avales públicos al crédito bancario ha facilitado. Por lo que respecta a los hogares, las pérdidas de ingresos y empleo han sido elevadas, pero habrían sido superiores de no haberse implementado los distintos esquemas de sostenimiento de rentas. Además, la posibilidad de posponer las obligaciones financieras de los hogares a través de las moratorias también ha permitido aliviar de forma temporal la presión sobre sus recursos disponibles.

Las medidas de política económica adoptadas han tenido un efecto mitigador muy significativo en las rentas de los agentes y en su posición patrimonial.

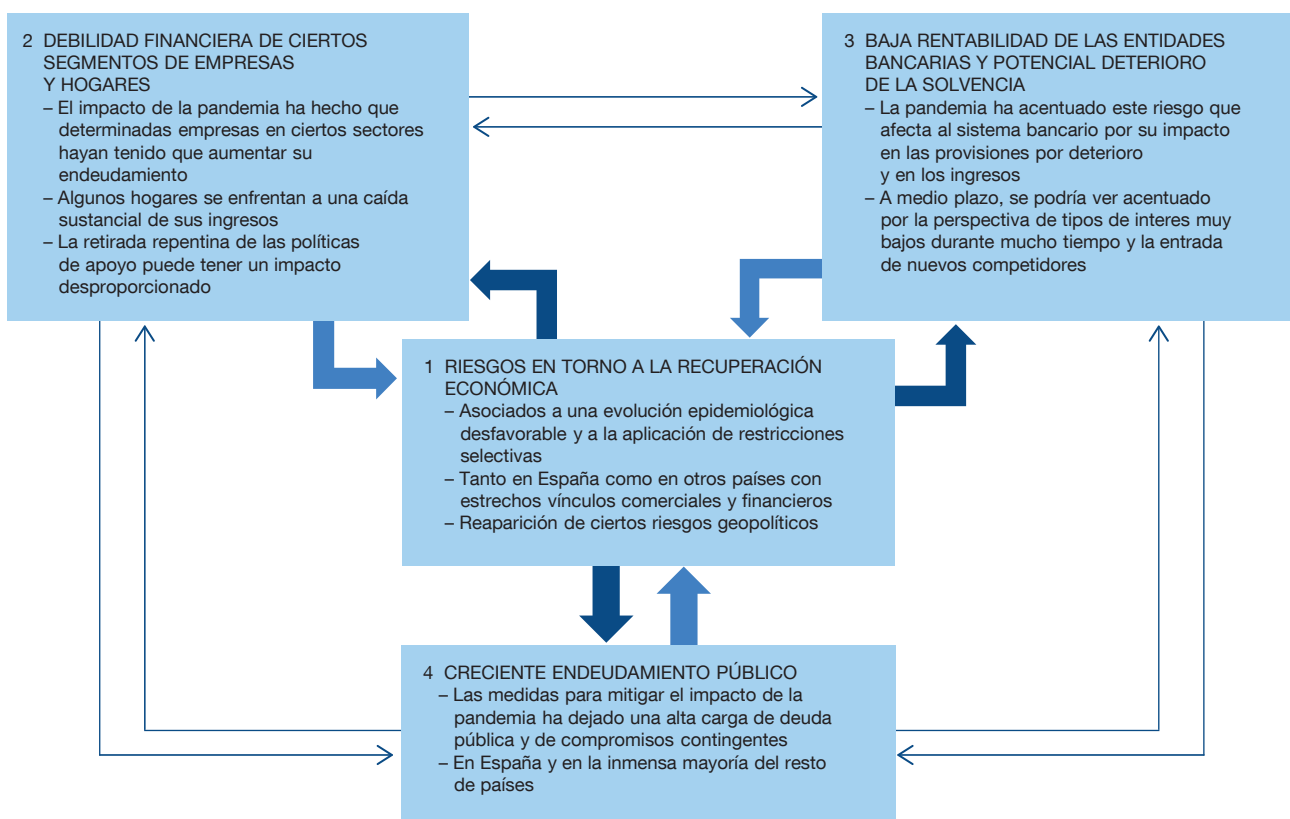
En ausencia de estas medidas, se habría producido un marcado y repentino aumento de la morosidad, que habría obligado a las entidades financieras a dedicar un volumen importante de recursos para su provisionamiento y les habría dificultado seguir proporcionando la financiación necesaria para el mantenimiento de la actividad productiva. El resultado habría sido una profundización de la recesión que habría infligido un daño más persistente al aparato productivo. En todo caso, las cuentas de resultados de los bancos, ya tensionadas antes de la pandemia, se han visto negativamente afectadas por la crisis debido, en buena medida, a las dotaciones extraordinarias de provisiones en previsión de la materialización del deterioro crediticio que podría registrarse en los próximos trimestres.

El deterioro económico y las medidas implementadas por las Administraciones Públicas (AAPP) están teniendo un coste elevado en términos de aumento del endeudamiento público.

En ausencia de las medidas, la pérdida de tejido empresarial y puestos de trabajo habría sido mayor, lo que habría redundado, previsiblemente, en un deterioro de las cuentas públicas de intensidad superior. En todo caso, este incremento del endeudamiento público supone un elemento de vulnerabilidad de cara al futuro.

La evolución de los riesgos para la estabilidad financiera dependerá, en gran medida, de la pandemia y sus efectos económicos. Tras el período de confinamiento, la desescalada permitió un repunte rápido, pero parcial, de la actividad.

PRINCIPALES RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN OTOÑO DE 2020

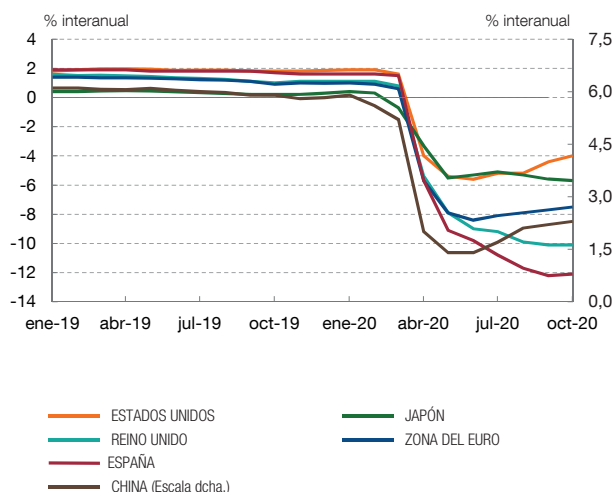


FUENTE: Banco de España.

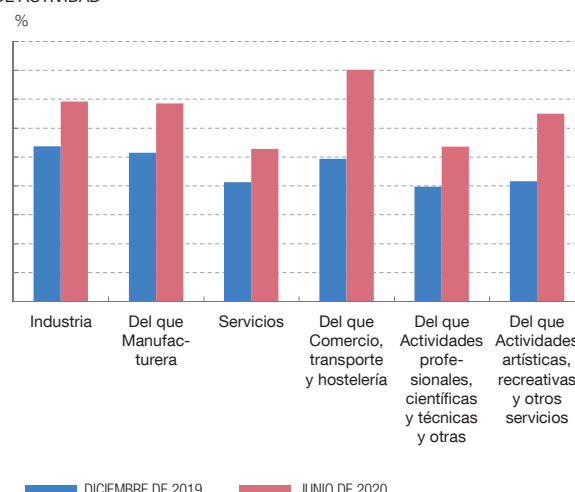
Sin embargo, a lo largo del verano fueron haciéndose patentes señales crecientes de pérdida de empuje de la recuperación, al compás de la intensificación de los rebrotes de la pandemia. Los nuevos brotes comportan consecuencias adversas para la actividad económica a través de diversos canales que incluyen la necesidad de reestablecer restricciones que contengan los contagios, los efectos desfavorables de la incertidumbre sobre las decisiones de gasto o la aparición de turbulencias en los mercados financieros. Estos efectos podrían intensificar los riesgos ya existentes, en particular, la debilidad financiera de determinadas empresas y hogares, la baja rentabilidad de las entidades financieras y el aumento de la deuda pública (véase esquema 1).

La materialización de estos riesgos dependerá también crucialmente de la reacción de las políticas económicas. En la situación actual de recuperación parcial, desigual e incierta, el mantenimiento de los estímulos resulta crucial. Estos estímulos deben estar ahora mucho más focalizados en los agentes más afectados y ajustarse temporalmente a la duración de la crisis. Por su parte, un agravamiento de la crisis y de los riesgos para la estabilidad financiera exigiría una respuesta adicional contundente europea. En paralelo, la acción de política económica debe ir dirigida a facilitar y apoyar la adaptación del tejido productivo y de los trabajadores a los cambios y daños estructurales generados por la pandemia y la reasignación eficiente de los recursos entre sectores y empresas.

1 EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2020



2 CRÉDITO BANCARIO SOBRE VALOR AÑADIDO BRUTO, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



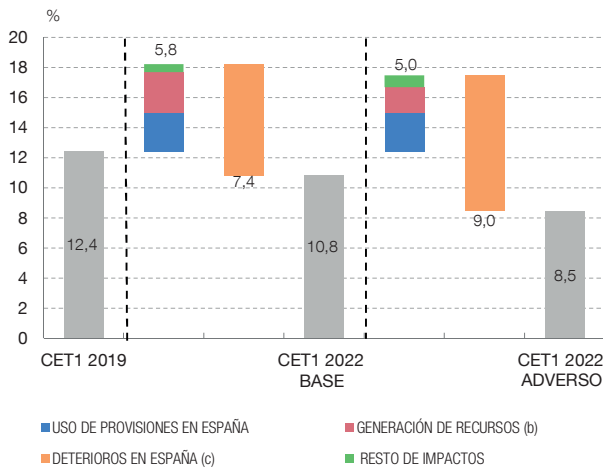
FUENTES: IHS Markit, Consensus Forecast, INE y Banco de España.

La tarea es compleja, pero crucial para afianzar la recuperación en el corto plazo y consolidar el crecimiento potencial futuro.

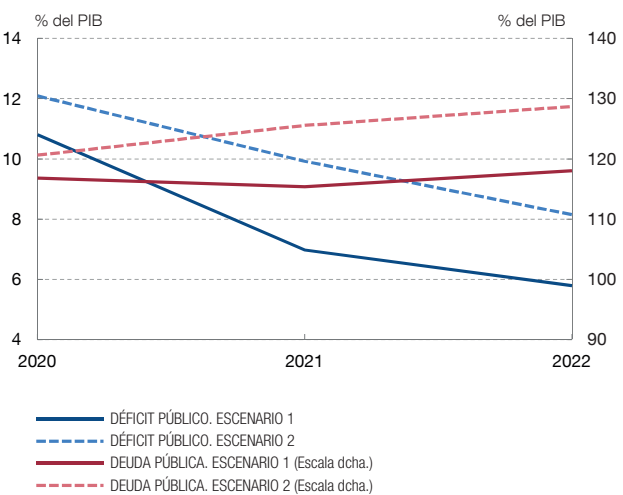
A continuación, se resumen los principales riesgos para la estabilidad financiera en el entorno actual:

- 1 **Riesgos en torno a la recuperación económica.** Como se ha indicado, el agravamiento de la pandemia parece haber tenido ya un impacto negativo sobre la actividad económica (véase gráfico 1). Una recuperación más lenta de lo esperado implicaría que los ingresos de las empresas y hogares fueran más modestos y que su vulnerabilidad financiera fuera mayor, dilatándose adicionalmente la reactivación del empleo y el gasto en consumo e inversión. Las entidades financieras también verían reducida su rentabilidad, al tener que asumir mayores costes por el deterioro de sus activos. Finalmente, la mayor debilidad de la actividad llevaría a un empeoramiento adicional de las cuentas públicas.
- 2 **Debilidad financiera de ciertos segmentos de empresas y hogares.** La crisis ha provocado un aumento del endeudamiento del sector empresarial, cuya vulnerabilidad financiera es, por tanto, más elevada. El proceso no ha sido homogéneo, afectando en mayor medida a las compañías de menor tamaño, y, especialmente, a las que operan en los sectores más afectados por la perturbación (véase gráfico 2). En el caso de los hogares, la reducción de ingresos está aumentando la presión financiera soportada por algunos segmentos, especialmente la de aquellos que presentaban un mayor endeudamiento y cuyas rentas se han visto más afectadas por la perturbación. En este contexto, existe el riesgo de que se produzca una ralentización del consumo y la inversión y un incremento de la morosidad

3 PROYECCIONES DEL FLESB. RATIO DE CET1 (a)



4 PREVISIONES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA DEL BANCO DE ESPAÑA (d)



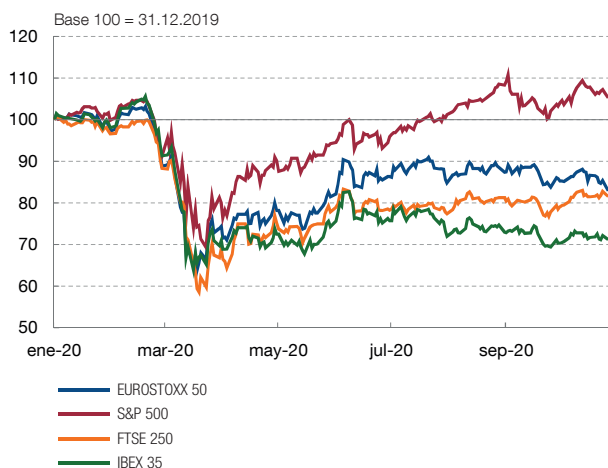
FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

- a El efecto neto de los flujos positivos (negativos) se indica en la etiqueta de datos sobre (debajo) la barra correspondiente. Las ratios de CET1 iniciales y finales se presentan bajo criterio *fully-loaded*. El resto de impactos incluye, entre otros efectos, la variación de los APR entre 2019 y 2022.
- b Esta variable incluye el margen de explotación en España y el resultado neto atribuible al negocio en el extranjero.
- c Esta variable muestra la proyección durante los tres años del ejercicio de la pérdida bruta por deterioro de la cartera de crédito para las exposiciones en España y otro tipo de pérdidas (asociadas a la cartera de renta fija, a la gestión de los activos adjudicados y a la cartera de soberano).
- d Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas en septiembre de 2020. El escenario 1 contempla la aparición de nuevos brotes que, sin embargo, requerirán solamente de medidas de contención de ámbito limitado, desde el punto de vista tanto geográfico como de las ramas afectadas. Por su parte, el escenario 2 contempla una mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia, que, sin embargo, no llegarían a precisar de la aplicación de medidas de contención tan estrictas y generalizadas como las que estuvieron en vigor antes del inicio de la desescalada.

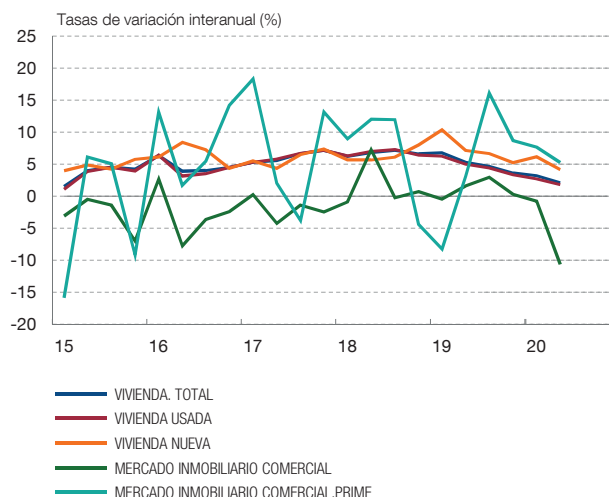
que impactaría directamente sobre los resultados de las entidades bancarias y las cuentas públicas.

- 3 **Baja rentabilidad de las entidades bancarias y potencial deterioro de la solvencia.** El riesgo asociado a la baja rentabilidad de las entidades, que se sitúa por debajo del coste del capital, ya se había puesto de manifiesto antes de la pandemia y era común a la mayoría de sistemas bancarios europeos. La crisis acentuaría esta situación como resultado del aumento de las provisiones por deterioro de préstamos, la reducción de los ingresos y los ajustes adicionales en la valoración de otros activos. En este contexto, las pruebas de resistencia realizadas anticipan efectos negativos sobre sus ratios de solvencia, de una magnitud que depende del escenario considerado (véase gráfico 3).
- 4 **Creciente endeudamiento público.** La respuesta a la crisis por parte de las AAPP ha servido para mitigar en buena medida el impacto súbito inicial de la pandemia sobre hogares y empresas, pero ha tenido como consecuencia un importante aumento de la deuda pública (véase gráfico 4). La acción del Banco Central Europeo (BCE) y la respuesta fiscal europea han evitado que, hasta el momento, este deterioro de las cuentas públicas se haya traducido en un aumento de las rentabilidades exigidas a la deuda soberana. Sin embargo, el mantenimiento en el tiempo de un

5 ÍNDICES DE BOLSA



6 PRECIOS DE LA VIVIENDA Y DEL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL



FUENTES: Thomson Reuters Datastream, Tinsa y Colegio de Registradores.

endeudamiento público elevado representa un elemento de vulnerabilidad crónica ante cambios en el sentimiento de los mercados. Por ello, es preciso elaborar un plan de reequilibrio de las cuentas públicas que se ponga en marcha una vez que se consolide una senda de recuperación económica y que, de forma gradual, pero sostenida en el tiempo, reduzca el endeudamiento a que ha dado lugar la crisis.

Más allá de estos riesgos, durante los últimos meses, los precios de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales se han recuperado de manera significativa de la fuerte caída producida al principio de la pandemia. Esta evolución se ha visto favorecida por las políticas económicas sin precedentes implementadas, entre las que destacan las políticas monetarias más expansivas, tanto convencionales como no convencionales. En algunos casos se han producido revalorizaciones muy significativas de los activos que plantean la posibilidad de una desconexión entre los mercados financieros y la actividad real. Por el momento, este riesgo parece estar concentrado en ciertas áreas geográficas, sectores e instrumentos (véase gráfico 5).

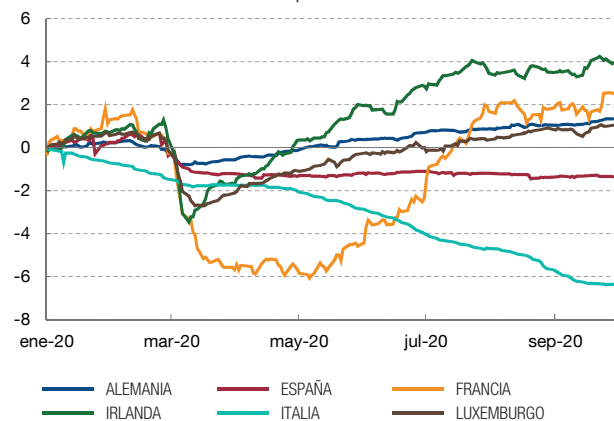
Por su parte, en el mercado inmobiliario en España se ha producido una significativa caída en las transacciones y la actividad del segmento residencial durante el período de confinamiento, mientras que el ajuste de los precios ha sido inferior. La contracción inicial de la actividad en el sector ha venido seguida de una recuperación parcial posterior conforme se relajaban las medidas restrictivas. Los precios se han desacelerado sin que se haya observado, por el momento, un descenso generalizado. En el segmento comercial, el retroceso de la actividad también ha sido muy significativo y ha venido acompañado de caídas en las valoraciones, aunque en las zonas más exclusivas («prime»), los precios han mostrado una mayor resistencia a la baja (véase gráfico 6).

Las potenciales salidas de fondos de las instituciones de inversión colectiva y las ventas forzadas de activos se configuran como los principales riesgos en el sector financiero no bancario. Con el inicio de la pandemia se constató una importante retirada de fondos por parte de los partícipes. En muchos casos, esos recursos se utilizaron para cubrir necesidades de liquidez, pero en otros pretendían reducir las pérdidas asociadas, transvasándolos, entre a otros instrumentos, a depósitos bancarios. Esto obligó a que estas instituciones de inversión colectiva tuvieran que poner a la venta parte de sus activos presionando aún más los precios en los mercados. En la actualidad, estas retiradas se han reducido significativamente (véase gráfico 7), pero muchos de estos fondos tienen inversiones significativas en activos cuya calificación de riesgo se encuentra justo por encima del grado de inversión. En este sentido, una rebaja generalizada de la calificación crediticia de estos títulos por parte de las agencias especializadas, que hasta la fecha ha sido bastante selectiva, supondría un riesgo para el conjunto del sistema.

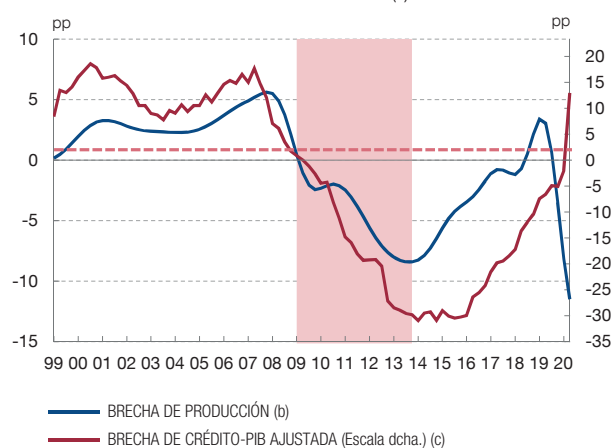
La evolución de los indicadores de riesgo sistémico se está viendo condicionada por la fuerte caída del PIB que ha generado la pandemia. En efecto, muchos de estos indicadores están diseñados para captar la acumulación endógena del riesgo sistémico, por eso se ven influidos directamente por variables que marcan la posición de la economía en el ciclo financiero, como el crédito y el precio de la vivienda, y presentan una relación inversa con las variables que permiten relativizar su evolución, habitualmente el PIB, la renta de los hogares o los ingresos de las empresas. La utilización de estos indicadores para activar herramientas macroprudenciales preventivas no es adecuada cuando son estas últimas las que se desploman, como es el caso en la actualidad (véase gráfico 8), adquiriendo mucha más relevancia los indicadores que reflejan el impacto de la crisis en la actividad económica, como la brecha de producción. Por eso, no se prevé la activación del colchón de capital anticíclico u otros colchones macroprudenciales de capital por un periodo prolongado de tiempo, hasta que los principales efectos de la pandemia en la economía se hayan disipado.

En los próximos trimestres, podrían materializarse deterioros crediticios adicionales en los balances bancarios y las autoridades deberían estar preparadas para dar una respuesta adecuada que evite que esto se traduzca en una interrupción del flujo de financiación de la economía que afecte negativamente a la recuperación. Estos intermediarios cuentan con colchones de capital significativos para absorber esas potenciales pérdidas y las autoridades supervisoras han recordado que, si se reducen por debajo de los niveles previamente establecidos, las entidades contarán con tiempo suficiente para su reposición. Sin embargo, la utilización de los colchones también depende de la reacción de los mercados y ésta, en buena medida, viene determinada por la capacidad de las entidades para recomponer su cuenta de resultados en el futuro. En este sentido, las entidades tienen margen para mejorar su eficiencia, recortando costes y utilizando más intensivamente las nuevas tecnologías.

7 ENTRADAS NETAS EN FONDOS DE INVERSIÓN, ACUMULADAS DESDE EL 15 DE ENERO DE 2020. En % del patrimonio inicial



8 BRECHAS DE PRODUCCIÓN Y DE CRÉDITO-PIB (a)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). La línea horizontal punteada representa el umbral de activación del CCA igual a 2 pp.
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010. Véase Cuadrado, P., y E. Moral-Benito (2016). *El crecimiento potencial de la economía española*. Documento Ocasional N.º 1603, Banco de España.
- c La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta de mejor manera a los ciclos financieros observados en España históricamente.

Los procesos de consolidación del sector bancario podrían ser un instrumento útil de respuesta a la crisis, siempre y cuando las entidades presenten un plan de negocio que genere valor y permita aprovechar las sinergias existentes. La realización de operaciones corporativas corresponde a los equipos gestores y a los propietarios de los bancos, pero los supervisores son responsables de evaluar su viabilidad caso por caso, mediante un análisis coste-beneficio que contraste los potenciales beneficios de las mismas para la estabilidad financiera, sinergias de costes e ingresos, frente a los posibles impactos negativos. Las medidas prudenciales pueden mitigar estos potenciales efectos adversos, ajustándose al perfil de riesgo de las entidades fusionadas y la configuración del riesgo sistémico resultante de la consolidación del sector.

En todo caso, la respuesta política europea sobre el sector bancario también debe jugar un papel esencial, como ya lo está haciendo en política monetaria y fiscal. Esta respuesta podría incluir, por ejemplo, la compleción de la unión bancaria con la puesta en marcha del fondo de garantía de depósitos europeo. Esto facilitaría las operaciones corporativas transnacionales, con un mayor potencial de diversificación de riesgos y sinergias de ingresos que las operaciones nacionales, pero con un menor impacto inmediato en términos de reducción de costes. Por el momento, en este contexto europeo ya se ha comenzado a discutir la necesidad de implantar medidas adicionales a las contempladas hasta el momento si se materializan escenarios más adversos de los previstos.

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

Como es habitual, este primer capítulo del IEF analiza el entorno macrofinanciero en que se ha desarrollado la economía española en el periodo más reciente, poniendo de manifiesto los riesgos más relevantes. Así, se subraya el fuerte impacto en la actividad que tuvieron la pandemia y las restricciones introducidas para contenerla en España y en los países con los que existe una mayor interrelación comercial y financiera. El progresivo levantamiento de estas restricciones permitió una recuperación significativa del PIB, pero la nueva oleada de contagios parece haber frenado en alguna medida la senda de recuperación. Por su parte, los mercados financieros se han recuperado del retroceso inicial, observándose una cierta disparidad de las mejoras por activos, países y sectores. En cuanto al sector inmobiliario, lo más destacable es la desaceleración de los precios de la vivienda, si bien no se han observado por el momento descensos generalizados. En las últimas secciones se resalta el aumento de la vulnerabilidad financiera que esta crisis está suponiendo para ciertas empresas y hogares, así como para el sector público, que ha visto incrementado significativamente su endeudamiento.

1.1 Entorno Macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

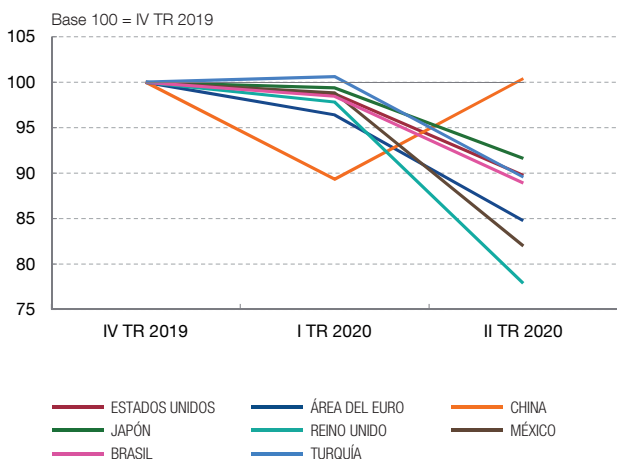
La evolución de la economía internacional en el primer semestre de 2020 vino condicionada por la expansión del Covid-19 y por la implantación de las medidas adoptadas para frenar la pandemia. El impacto negativo sobre la actividad económica mundial fue muy pronunciado en la primera mitad del año (véase gráfico 1.1), aunque se observó cierta recuperación tras el levantamiento de las medidas de contención más severas a partir del mes de mayo. Las estimaciones del PIB para el segundo trimestre mostraron caídas históricas en la mayoría de los países. Así, en Estados Unidos, el PIB experimentó un retroceso del 7,1% intertrimestral, mucho menor que el del Reino Unido, donde el desplome fue del 19,8%, y similar al de Japón, que con un descenso del 7,9%, encadenó tres trimestres consecutivos de caídas. En China, que fue el primer país cuya economía estuvo afectada por la pandemia, los datos correspondientes al segundo trimestre y al tercer trimestre indicaron una mejora sustancial de la actividad, situando su crecimiento en el 11,7% y 2,7% intertrimestral respectivamente, frente a la contracción del 10% registrada en el primer trimestre. Las previsiones de variación del PIB de la mayoría de los analistas para este año son muy negativas, pues señalan que las principales economías, con la salvedad de la china, habrían entrado en recesión en 2020 (gráfico 1.1), y prevén una recuperación parcial de la actividad en 2021.

Gráfico 1.1

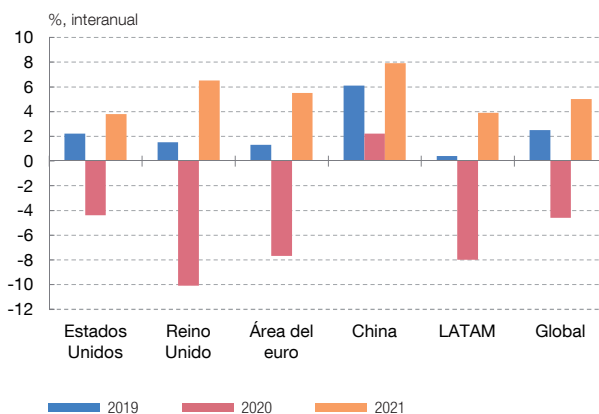
LA CRISIS SANITARIA Y LA INTENSIDAD DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN MARCARON FUERTES CAÍDAS DE LA ACTIVIDAD GLOBAL EN EL PRIMER SEMESTRE, INICIÁNDOSE A PARTIR DE JUNIO UNA CIERTA RECUPERACIÓN, SUJETA A NOTABLES INCERTIDUMBRES

La pandemia continúa extendiéndose a escala mundial, si bien las medidas de contención se han relajado en una gran mayoría de países, lo que ha propiciado una cierta recuperación de la actividad económica global, heterogénea por regiones y sectores, y condicionada por el delicado equilibrio entre la reactivación de la economía y el control de la pandemia. En cualquier caso, el impacto negativo sobre la actividad ha sido muy pronunciado y las expectativas acerca de la duración e intensidad de sus efectos siguen siendo aún muy inciertas.

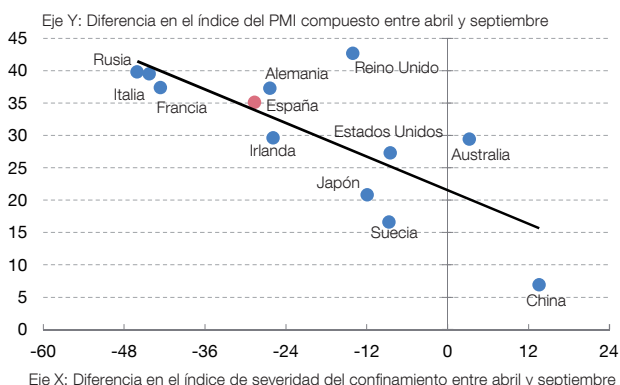
1 NIVEL PIB: PRINCIPALES ECONOMÍAS MUNDIALES



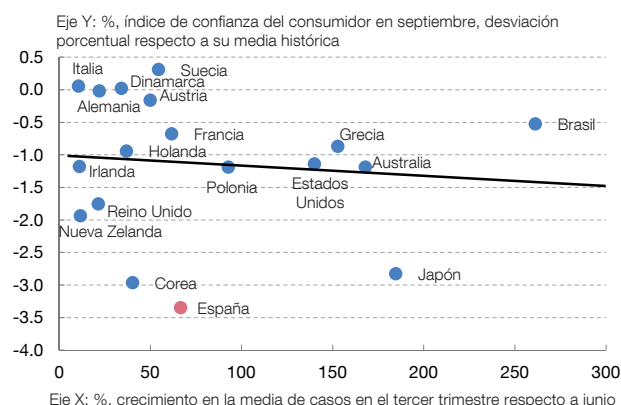
2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL. CONSENSUS SEPTIEMBRE 2020



3 SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO (a) Y ACTIVIDAD ECONÓMICA



4 CONTAGIOS Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



FUENTES: Consensus, Estadísticas nacionales, IHS Markit, OCDE y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

a El índice de severidad del confinamiento mide el rigor de las medidas para contener la expansión de la enfermedad y toma valores entre 0 (sin medidas) y 100 (confinamiento total).

La recuperación de la actividad global tras una primera fase de cierto control de la pandemia, y la relajación de las estrictas medidas de contención adoptadas inicialmente, está siendo muy heterogénea por regiones y sectores. La contención de la pandemia es todavía incompleta a escala mundial, y la ausencia de una solución médica de amplio alcance hace que la incertidumbre económica sea muy elevada. La evidencia disponible sobre la evolución de la actividad

económica global para el tercer trimestre muestra una recuperación muy limitada del consumo y de la inversión. La suavización de las restricciones a la movilidad ha ocasionado un repunte en la demanda de bienes (gráfico 1.1), especialmente en bienes duraderos como vehículos y pequeños electrodomésticos. Sin embargo, en el caso del consumo de servicios, los avances se han mantenido más limitados, dado el mantenimiento de algunas medidas de distanciamiento social (gráfico 1.1). En este sentido, el aumento de las infecciones en algunas economías a partir de julio ha frenado la recuperación de los índices de gestores de compras, especialmente en el sector servicios, tras haber vuelto a niveles cercanos a los previos a la crisis sanitaria.

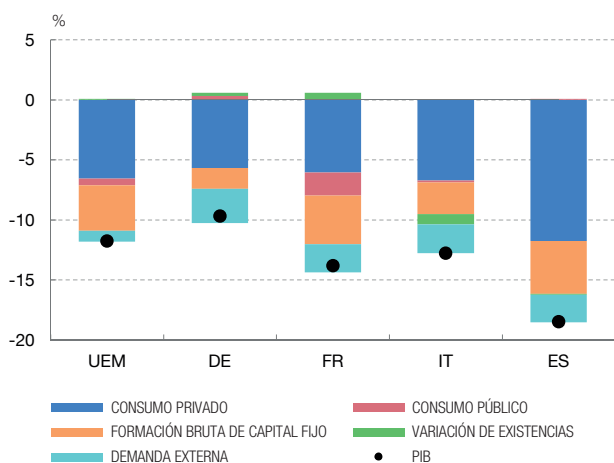
El PIB de la UEM se contrajo un 11,8% en el segundo trimestre del año, mientras que en el tercero se espera un incremento sustancial, si bien sujeto a una elevada incertidumbre. El descenso del producto del segundo trimestre fue dispar entre países, atendiendo al grado de severidad de las medidas de contención y a la dinámica de propagación de la enfermedad. Por componentes, a la contracción del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo se añadió la aportación negativa del sector exterior, con un fuerte descenso de las exportaciones (véase gráfico 1.2). La actividad repuntó con dinamismo en los primeros compases del tercer trimestre, aunque en agosto experimentó cierta ralentización en un contexto de aumento de contagiados por el virus causante de la pandemia (véase gráfico 1.2) y de apreciación del tipo de cambio, a lo que se unió la posibilidad de que se materializase un *Brexit* sin acuerdo. No obstante, es de esperar que las medidas adoptadas de política monetaria, fiscal y del mercado de trabajo continúen dando soporte a las rentas de los agentes. De este modo, el ejercicio de previsión del Eurosistema de septiembre recoge una caída del PIB en 2020 del 8%, con una recuperación a partir del tercer trimestre de este año y un avance del 5% en 2021.

Los riesgos a los que se enfrenta la economía mundial y la europea están fundamentalmente asociados a la incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia. Cuanto más se prolongue esta situación, más persistentes serán los efectos sobre las decisiones de inversión y contratación de las empresas y de gasto de los consumidores. En sentido contrario, la recesión podría ser menos severa si la normalización económica avanza más rápido de lo esperado. El desarrollo de una vacuna segura y eficaz podría impulsar, del mismo modo, la confianza y el crecimiento en 2021. Por otra parte, han resurgido algunos riesgos geopolíticos: una parte de ellos más específicos de Europa, como la falta de acuerdo sobre las nuevas relaciones económicas entre el Reino Unido y la UE (o, incluso, que se produzca un incumplimiento de parte del acuerdo de salida del *Brexit*), y otros más globales, como la incertidumbre política relacionada con las elecciones presidenciales en Estados Unidos o el aumento de las tensiones comerciales entre este país y China. Por último, el elevado endeudamiento público y privado, en un entorno de bajo crecimiento, puede propiciar dificultades financieras y lastrar las perspectivas de recuperación de la economía mundial.

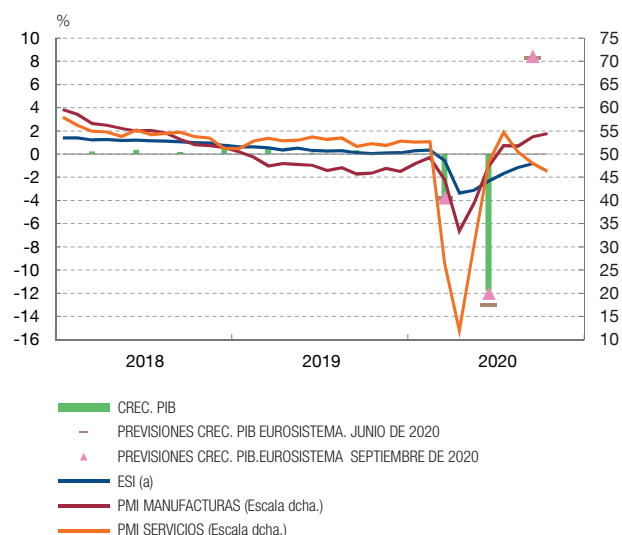
LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN EL ÁREA DEL EURO SUFRIÓ UNA CONTRACCIÓN HISTÓRICA A CAUSA DEL INICIO DE LA PANDEMIA

El PIB del área del euro cayó un 11,8 % en el segundo trimestre de 2020, con descensos particularmente intensos en España, Francia e Italia. Por componentes, el consumo privado mostró el retroceso más acusado, lastrado, fundamentalmente, por la severidad de las medidas de contención y el deterioro de la confianza a causa de la crisis sanitaria. La información más reciente indica una recuperación parcial en el tercer trimestre de 2020.

1 PIB Y CONTRIBUCIONES. 2020 T2
Tasa intertrimestral



2 PIB E INDICADORES DE OPINIÓN
Tasa intertrimestral (previsiones y ESI) y niveles (PMI)



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Markit Economics y Banco Central Europeo.

a Indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea. Serie normalizada.

Las principales economías emergentes con presencia bancaria española significativa¹ no fueron ajenas al desplome histórico del PIB en el segundo trimestre (véase gráfico 1.1). En México, el PIB se redujo un 17,1 % en el segundo trimestre, con una caída especialmente acusada en el sector manufacturero que, sin embargo, está mostrando desde junio una mayor velocidad de recuperación. El apoyo de las políticas económicas en México ha sido inferior al de otras economías emergentes². El banco central de ese país es el único de América Latina que no ha reducido su tipo de interés oficial a su mínimo histórico y que lo mantiene por encima de cero en términos reales. Además, la elevada deuda de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX) podría afectar negativamente a las perspectivas del riesgo soberano³. En Brasil, el PIB disminuyó un 9,7 % en tasa intertrimestral frente

1 El Banco de España realiza anualmente un ejercicio de identificación de los países que tienen mayor relevancia para España desde el punto de la estabilidad financiera atendiendo a la proporción de las exposiciones internacionales del sistema bancario español. Este ejercicio se realiza en línea con las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). En 2020, se han identificado seis países emergentes dentro de esta categoría: México, Brasil, Turquía, Chile, Perú y Colombia.

2 Véase «Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the Covid-19 Pandemic» del FMI.

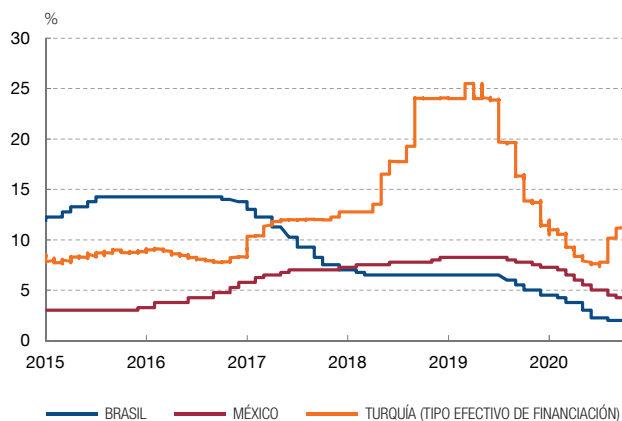
3 En las recientes rebajas de calificación crediticia por parte de Fitch Ratings y Moody's se señala ese factor como posible desencadenante de una posible nueva rebaja en la calificación.

Gráfico 1.3

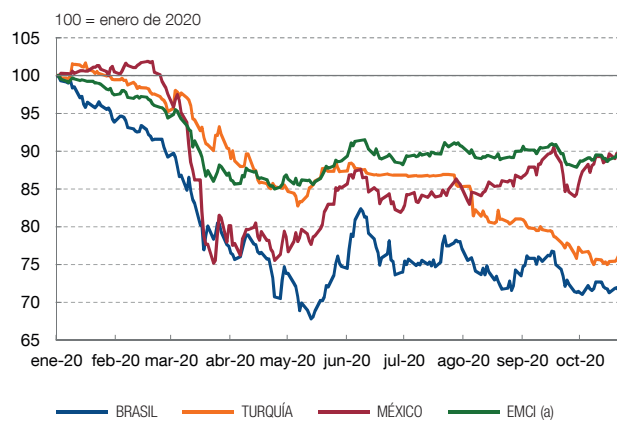
LOS BANCOS CENTRALES DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES RELAJARON ADICIONALMENTE LA POLÍTICA MONETARIA, LO QUE NO IMPIDIÓ LA ESTABILIZACIÓN GENERALIZADA DE SUS DIVISAS

Los bancos centrales de Brasil y México continuaron reduciendo los tipos oficiales hasta alcanzar un mínimo histórico en el primer caso, en el contexto de una fuerte caída de la actividad y ausencia de presiones inflacionistas. El banco central de Turquía elevó en septiembre el tipo de interés efectivo al que suministra liquidez para enfrentar presiones depreciatorias sobre la lira turca dado que las reservas internacionales netas se siguieron reduciendo y se situaron en territorio negativo, con depreciación adicional de la lira turca durante el verano y en otoño. Los tipos de cambio de otras economías emergentes se apreciaron pero sin recuperar los niveles previos a la pandemia.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Reuters.

a Índice agregado de tipo de cambio de economías emergentes frente al dólar. Una caída indica una depreciación.

al -16% de la media de las otras cinco economías de mayor tamaño de Latinoamérica. Este mejor comportamiento relativo se explicaría, por un lado, por los beneficios económicos a corto plazo de la imposición de medidas de contención menos severas, con el consiguiente coste social, y, por otra parte, por los notables estímulos monetarios y fiscales, de tamaños similares a los de los países desarrollados. Por su parte, en Turquía el PIB disminuyó un 11 % intertrimestral en el segundo trimestre, si bien la caída de la actividad estuvo parcialmente amortiguada por las medidas de estímulo al crédito al sector privado adoptadas antes y durante la pandemia, que hacen que éste crezca a tasas muy elevadas (30 % en términos reales en el caso de los hogares). Ello ha agudizado aún más los desequilibrios de la economía turca. Por su parte, el banco central ha comenzado a revertir su política monetaria expansiva desde agosto (véase gráfico 1.3) sin haber conseguido hasta el momento reducir significativamente la inflación o atenuar las presiones depreciatorias sobre la lira turca.

Las variables financieras en las economías emergentes han seguido la senda de recuperación que se inició después del impacto inicial de la pandemia. A ello ha venido contribuyendo la batería de medidas adoptadas por las autoridades fiscales, macroprudenciales y monetarias de las economías emergentes, entre las que se incluyen bajadas de los tipos de interés oficiales a mínimos históricos

en algunos casos (gráfico 1.3), el inicio en algunos países de compras de títulos de deuda en mercados secundarios, tanto públicos como privados⁴, y programas de sostenimiento del crédito. Lógicamente, las medidas implementadas en las economías avanzadas también están afectando a las economías emergentes. De este modo, en septiembre los índices bursátiles se situaron en niveles similares a los previos a la pandemia, y los tipos de cambio, con la excepción de Turquía (gráfico 1.3), y los diferenciales soberanos recuperaron parte del desplome registrado entre finales de febrero y finales de marzo. Asimismo, las fuertes salidas de capitales de cartera registradas en marzo se vieron compensadas parcialmente los meses siguientes por flujos en la dirección contraria, en mayor magnitud en los títulos de renta fija que en los de renta variable. Por su parte, las emisiones de renta fija en mercados internacionales y, en especial, las soberanas recobraron su fuerza a partir de abril, marcando máximos históricos acumulados.

1.1.2 España

El PIB de la economía española registrará en 2020 la mayor caída en su historia reciente. El retroceso de la actividad, que se concentraría en el primer semestre del año, es consecuencia directa de la pandemia y de las medidas introducidas para frenar su expansión. En concreto, el PIB disminuyó, en tasas intertrimestrales, un 5,2% y un 17,8% en el primer y segundo trimestre, respectivamente (gráfico 1.4). Los descensos de los componentes de la demanda nacional fueron muy pronunciados. En concreto, el consumo y la inversión privados se vieron fuertemente lastrados por el aplazamiento de decisiones de gasto derivadas del confinamiento y del aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas de los hogares y empresas. La demanda exterior neta tuvo también una contribución negativa, aunque menor, ya que la intensa disminución de las exportaciones se compensó en gran medida con la de las importaciones. En particular, los flujos turísticos se desplomaron a raíz del cierre de fronteras y las restricciones de movimientos internacionales ante la extensión del alcance de la pandemia.

En comparación con otros países de su entorno, la caída en la actividad en España fue superior. Junto con la mayor intensidad relativa de las medidas de contención, ello se debe, entre otros factores, a la mayor importancia relativa del comercio, la hostelería y otras ramas ligadas al turismo y al ocio —sectores todos ellos más duramente golpeados por la crisis sanitaria—, a una estructura productiva más sesgada hacia empresas de menor dimensión y a la mayor relevancia del empleo temporal (gráfico 1.4).

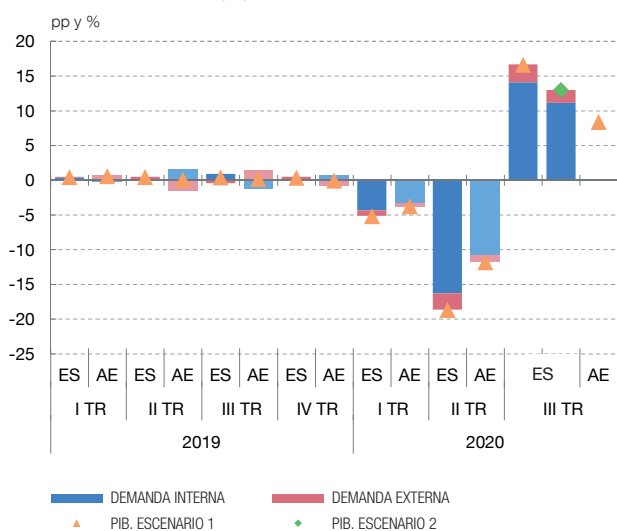
4 Véase Recuadro «Los programas de compras de activos financieros por parte de los bancos centrales de América Latina» en el «Informe de economía latinoamericana. Segundo Semestre de 2020», Artículos Analíticos, Boletín Económico, 4/2020, Banco de España.

Gráfico 1.4

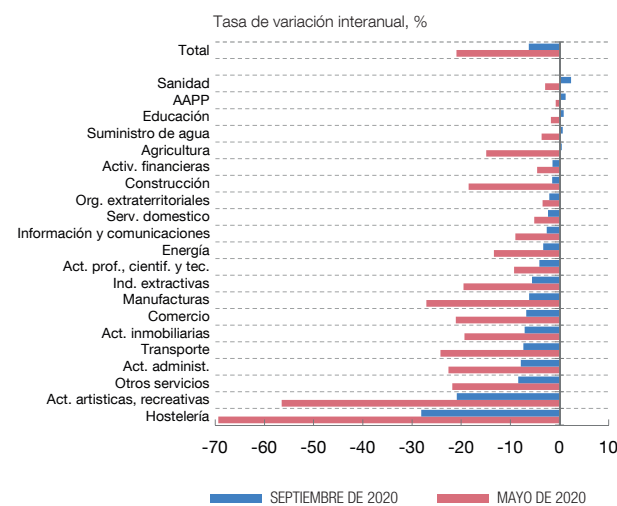
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EXPERIMENTARÁ TAMBIÉN UN ACUSADO RETROCESO EN 2020, CONCENTRADO EN EL PRIMER SEMESTRE, DEBIDO A LOS EFECTOS DEL CONFINAMIENTO Y AL DETERIORO DE LA CONFIANZA DE LOS AGENTES (a)

La economía española se está viendo más afectada que otros países por la crisis sanitaria, debido, entre otros factores, a la naturaleza de su estructura productiva, caracterizada por un mayor peso de las ramas más golpeadas por las medidas para frenar la pandemia. La recuperación iniciada a finales del segundo trimestre se ha ralentizado en las últimas semanas, a raíz de la aparición de rebrotes y del aumento de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas de familias y empresas, y no se prevé alcanzar antes de 2023 el nivel de actividad anterior a la pandemia. Los riesgos se encuentran sesgados a la baja ante la posibilidad de una evolución epidemiológica más adversa y una mayor persistencia de los efectos negativos de esta crisis.

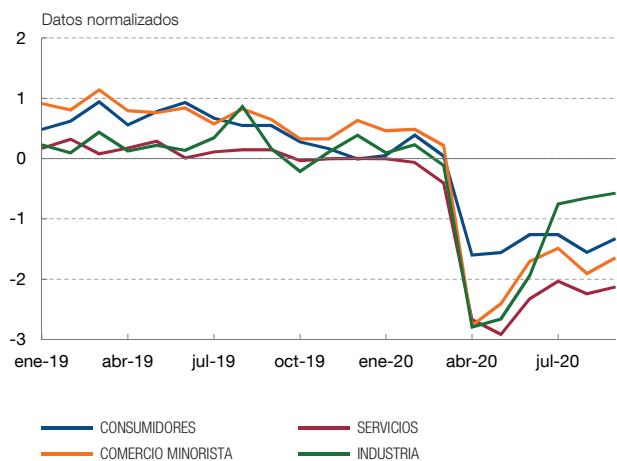
1 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB REAL EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO (AE) (b)



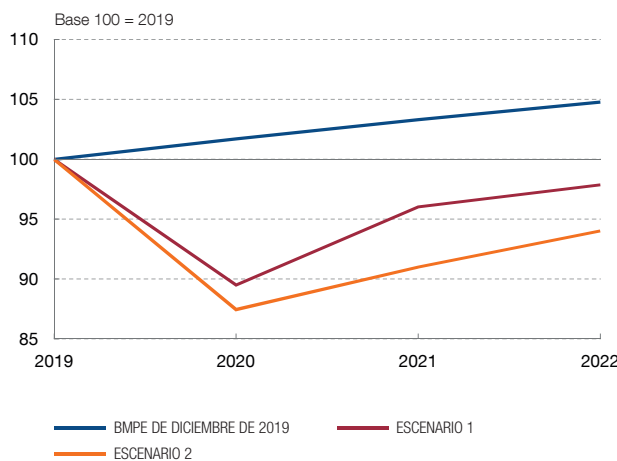
2 AFILIACIÓN EFECTIVA POR RAMAS (c)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (d)



4 NIVELES ANUALES DEL PIB



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

- a Se simulan dos escenarios acerca de la evolución del PIB hasta 2022 en función de la intensidad de los rebrotes de la pandemia y de las potenciales medidas desplegadas para contenerla. El escenario 1 incorpora unos supuestos sobre la evolución de la pandemia similares a los del escenario de recuperación gradual de las proyecciones de junio. En particular, se asume el resurgimiento de brotes de una intensidad que precisa la aplicación de medidas de contención de alcance geográfico y sectorial limitado. El escenario 2 contempla rebrotes de mayor magnitud que requieren la implementación de medidas más severas, pero sin alcanzar la dureza de aquellas tomadas durante el estado de alarma. Como consecuencia, el impacto en la economía es más acusado y duradero que en el escenario 1. Para más detalles, véase el recuadro 1 del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 3/2020, Banco de España.
- b Para el tercer trimestre de 2020, previsiones del Banco de España para la economía española y del BCE para el área del euro.
- c La afiliación efectiva se define como los afiliados totales menos los trabajadores afectados por ERTE.
- d Series resultantes de sustraer su media y dividir por su desviación típica. La última observación corresponde a septiembre de 2020.

La actividad repuntó en el tercer trimestre, pero solo recuperó una parte del nivel previo a la crisis. La mejora de la actividad en el tercer trimestre perdió empuje, en todo caso, en el tramo final del mismo, como consecuencia de la evolución epidemiológica desfavorable. La información disponible muestra que la actividad comenzó a repuntar con el inicio de la desescalada a finales del segundo trimestre y continuó mejorando gradualmente con posterioridad. Sin embargo, la recuperación habría perdido fuerza desde finales de julio, de acuerdo con la mayoría de los indicadores disponibles. La interrupción de las mejoras habría sido más intensa en las actividades turísticas y de ocio. Las últimas proyecciones del Banco de España sitúan el repunte del PIB en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral, entre el 13 % y el 16,6 %, de acuerdo con los dos escenarios proyectados⁵. Sin embargo, los niveles alcanzados de actividad serían todavía, alrededor de un 10 % inferiores que los del mismo período del año anterior.

A finales de 2022 no se habría alcanzado aún el nivel de actividad previo a la crisis. En los escenarios del Banco de España se asume que, a partir de la segunda mitad de 2021, se dispondrá de un remedio eficaz y seguro, y que este habrá sido distribuido de forma masiva entre la población. Bajo este supuesto, desaparecería, desde entonces, la necesidad de mantener cualquier tipo de medidas de restricción de la movilidad y la actividad. No obstante, se espera que los daños al empleo y al tejido productivo sean más persistentes, lo que impediría una recuperación rápida y plena de la actividad (gráfico 1.4).

Los riesgos de que se produzca una evolución más adversa que la que se desprende de los escenarios macroeconómicos anteriores son más probables que los que van en la dirección contraria. Estos riesgos están relacionados principalmente con los desarrollos epidemiológicos, como ocurre con el resto del mundo. Una intensificación de los contagios, y las restricciones a la actividad que implicaría, o una prolongación de la pandemia, podrían ocasionar efectos de naturaleza más duradera sobre la capacidad productiva de la economía. La destrucción de empresas y empleo podría conducir a una pérdida tanto de capital físico como humano, afectando en última instancia al crecimiento potencial. En sentido contrario, los escenarios utilizados no incorporan los efectos positivos asociados a la futura implementación del nuevo instrumento temporal de recuperación paneuropeo aprobado este verano en el seno del Consejo Europeo de la UE (NGEU, por sus siglas en inglés), fondo de carácter temporal que obtendrá sus recursos mediante la emisión de deuda de la Comisión Europea por un importe

5 Esta horquilla en el crecimiento tiene su origen en la incertidumbre existente, en el momento de elaboración de las proyecciones, acerca del impacto de los rebotes sobre la actividad en el período ya transcurrido del trimestre y acerca de la evolución de la enfermedad y de la severidad de las medidas necesarias para frenarla en la parte final del mismo. Estas circunstancias motivaron el planteamiento de dos escenarios alternativos para el tercer trimestre, cada uno de los cuales supone un punto de partida distinto para el resto del período de proyección. Para más detalles, véase el Recuadro 1 del «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 3/2020, Banco de España.

máximo de 750 mm de euros, de los que más de 300 mm de euros serán transferencias a los Estados miembros, que se repartirán teniendo en cuenta la intensidad del impacto de la pandemia en la actividad en cada uno de ellos⁶.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Las políticas económicas adoptadas y una menor aversión al riesgo de los inversores han favorecido la recuperación de los precios de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales durante los últimos meses, revirtiéndose, en parte, las caídas que se produjeron tras el estallido de la crisis sanitaria. Así, los índices de los principales mercados bursátiles se han revalorizado y las primas de riesgo de crédito han retrocedido (gráfico 1.5). Por su parte, el sentimiento más optimista del mercado también se ha reflejado en una caída de las volatilidades del precio de los activos, aunque recientemente se ha producido un repunte en algunos mercados, como el del tipo de cambio, y las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado (gráfico 1.5). Con todo, éstas se sitúan en niveles reducidos e inferiores a los que había antes de la pandemia, especialmente en EEUU, en línea con las expectativas de mantenimiento de unas políticas monetarias acomodaticias durante un tiempo prolongado, que se han revisado en mayor medida en la economía norteamericana. Ello ha favorecido, durante los últimos meses, la depreciación del dólar de EEUU frente al resto de las divisas de las economías desarrolladas (gráfico 1.6).

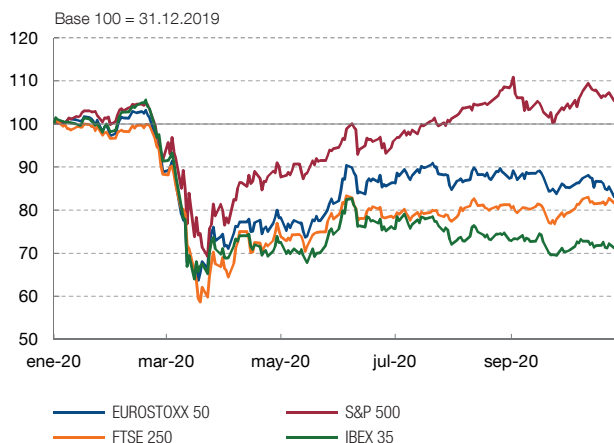
La recuperación de los índices bursátiles ha sido desigual por áreas geográficas, como consecuencia del distinto efecto macroeconómico de la crisis sanitaria y de las diferencias en la composición sectorial de las bolsas. En EEUU, la revalorización de los índices ha sido muy intensa, habiendo alcanzado el S&P 500 máximos históricos durante el verano. En la fecha de cierre de este IEF, dicho índice se situaba ligeramente por encima de los niveles máximos de febrero. Esta evolución ha estado liderada por las empresas del sector tecnológico, que tienen un peso elevado en los índices de las bolsas de EEUU, y cuyas perspectivas de rentabilidad se han visto comparativamente menos afectadas por la crisis. En la UEM, el EuroStoxx 50, tras una vigorosa recuperación hasta principios de junio, ha detenido su avance desde entonces, condicionado, en parte, por el empeoramiento de la situación sanitaria en algunos países, situándose al cierre de este IEF un 19,6 % por debajo de los valores máximos de febrero (gráfico 1.5). Por países, la

⁶ La falta de concreción de los detalles del programa aconsejó su no incorporación a los escenarios publicados. En el Recuadro 9 del Boletín Económico 3/2020 del Banco de España («El impacto macroeconómico del programa Next Generation EU bajo distintos escenarios alternativos») se presentan diversas simulaciones de los efectos del programa sobre la economía española.

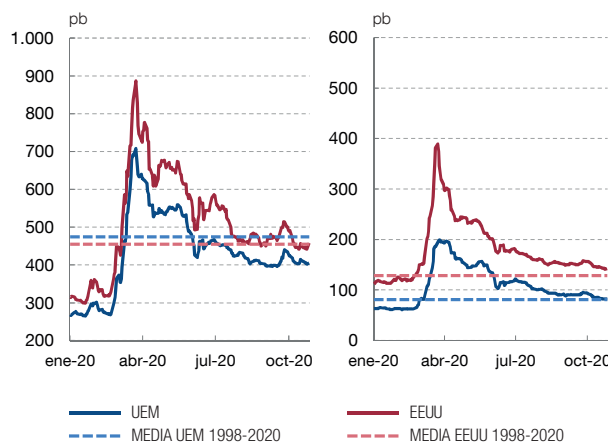
LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS HAN TENDIDO A RECUPERARSE EN LOS ÚLTIMOS MESES, DESPUÉS DE LA FUERTE CORRECCIÓN INICIAL TRAS EL ESTALLIDO DE LA CRISIS SANITARIA

Durante los últimos meses, los índices bursátiles se han elevado —si bien con diferencias entre geografías—, los diferenciales crediticios y las volatilidades de los precios han retrocedido, al tiempo que los tipos de interés a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han mantenido en niveles reducidos, aunque algo más elevados que los mínimos que se observaron durante los momentos de mayor aversión al riesgo.

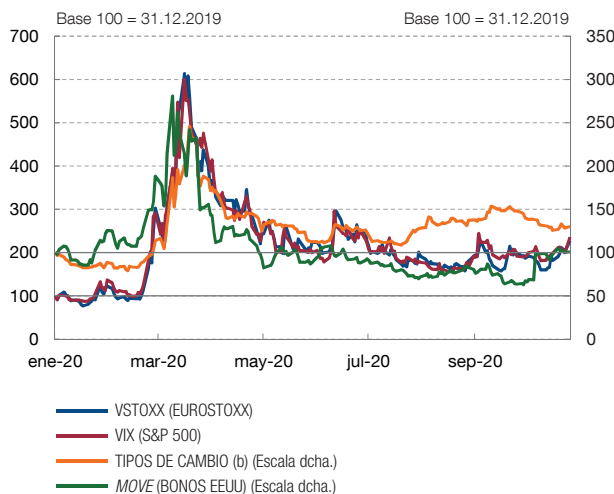
1 ÍNDICES DE BOLSA



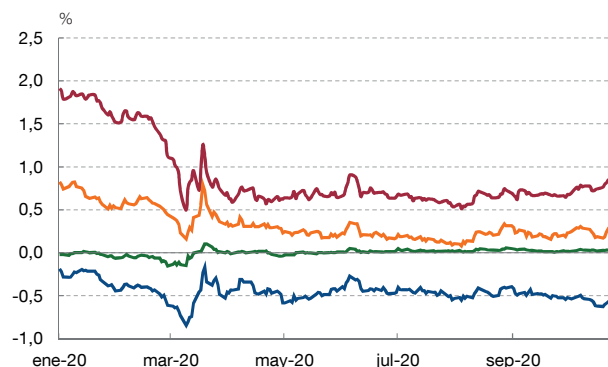
2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LA CURVA SWAP (a). ALTO RENDIMIENTO (IZQUIERDA) Y GRADO DE INVERSIÓN (DERECHA)



3 VOLATILIDADES



4 TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Corporate.
b Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

recuperación de los índices bursátiles parece presentar una clara conexión con la incidencia de la pandemia en sus economías.

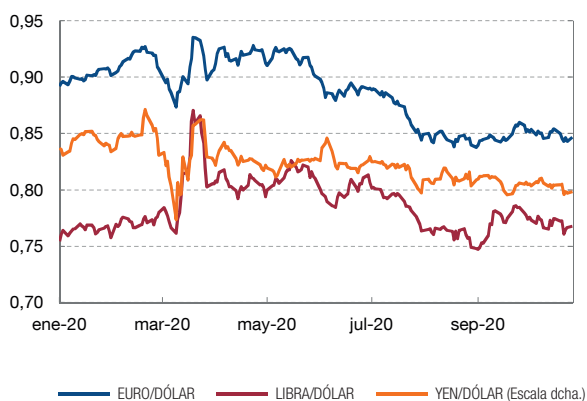
La recuperación bursátil también ha sido muy heterogénea por sectores, con las cotizaciones bancarias todavía muy por debajo de los valores previos a la crisis. La preocupación del mercado sobre la evolución futura de la

Gráfico 1.6

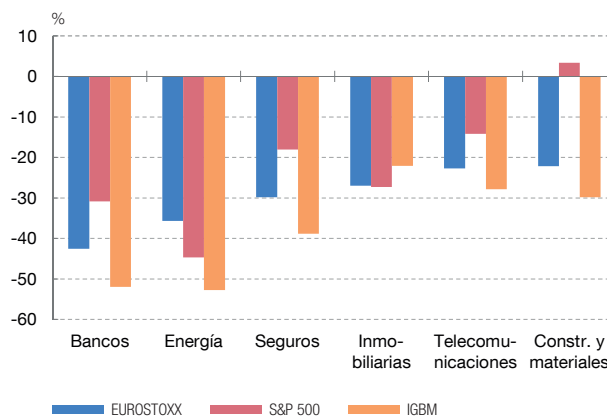
EN UN CONTEXTO DE DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR DE EEUU, SE HA OBSERVADO UNA RECUPERACIÓN HETEROGÉNEA DE LAS VALORACIONES BURSÁTILES POR SECTORES Y GEOGRAFÍAS, MIENTRAS SE REDUCÍAN LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANAS EN LA UEM

La depreciación del dólar de EEUU frente al resto de monedas está asociada a la política monetaria más acomodaticia del banco central de ese país. La recuperación de las cotizaciones bursátiles ha sido heterogénea por sectores y geografías, destacando la evolución negativa acumulada del sector bancario. Los precios de las acciones en las bolsas de EEUU se sitúan en niveles elevados en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas, lo que no ocurre en las bolsas de la UEM y de España. Las primas de riesgo soberano en la Eurozona se han reducido beneficiadas por el programa de compras del BCE y por el acuerdo sobre el fondo europeo para hacer frente a la pandemia.

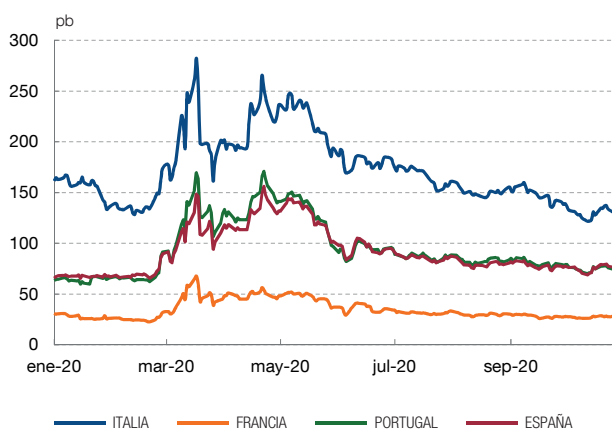
1 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES FRENTE AL DÓLAR



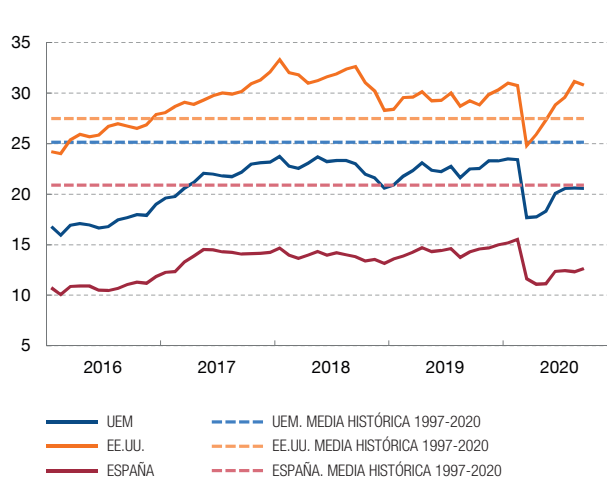
2 SECTORES DEL EUROSTOXX CON MAYORES PÉRDIDAS Y EQUIVALENTES EN EL S&P500 Y EN EL IGBM (DESDE EL 21.2.2020 HASTA EL 26.10.2020)



3 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA



4 PER AJUSTADO AL CICLO (a)



FUENTES: Robert J. Shiller y Thomson Reuters Datastream.

a El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios.

calidad de la cartera de créditos de los bancos, la presión sobre sus márgenes de intereses y las modestas perspectivas de rentabilidad a medio plazo explican que las cotizaciones del sector bancario se recuperen con mayor lentitud. En la fecha de cierre de este IEF, los índices de este sector presentaban unas pérdidas superiores al 30% en Estados Unidos y al 40% en la UEM en relación con los niveles de

febrero (gráfico 1.6). En el caso de la bolsa española la caída es aún más intensa (superior al 50 %).

El descenso de las primas de riesgo de crédito corporativas ha sido más intenso en el caso de los bonos de alto rendimiento, que son los activos cuyas primas habían repuntado con mayor intensidad tras el estallido de la crisis.

Concretamente, las primas de los bonos de grado de inversión han retrocedido, en relación con los niveles máximos de marzo, en 247 pb en EEUU y en 117 pb en la UEM, mientras que las de los bonos de alto rendimiento, con una peor calidad crediticia, han descendido en 429 pb y 303 pb, respectivamente. Esta evolución se habría visto favorecida por los programas de compra de activos de los bancos centrales y por la mejoría en el sentimiento del mercado. Estas primas todavía se sitúan por encima de los niveles previos al repunte observado a finales de febrero y principios de marzo, aunque próximas a, o por debajo de, su media histórica en el caso de los bonos de alto rendimiento (gráfico 1.5).

Esta mejoría de las condiciones de financiación en los mercados de deuda corporativa ha venido acompañada de un aumento de los fondos captados, que han cubierto una parte de las elevadas necesidades de liquidez de las empresas por esta vía.

El volumen de las emisiones de bonos corporativos de grado de inversión acumulado desde principios de año hasta septiembre supera ampliamente el registrado en el mismo período de los años anteriores tanto en EEUU como, en menor medida, en la UEM. En el segmento de alto rendimiento el importe de las emisiones en EEUU también es más elevado que el de los ejercicios precedentes a diferencia de la UEM. El mayor dinamismo de este mercado en EEUU podría obedecer a que estos valores están incluidos en el programa de compras de activos del banco central de ese país⁷, lo que no ocurre en el caso de la UEM.

El número de rebajas de calificación crediticia de bonos corporativos se ha reducido significativamente durante los últimos meses.

En términos acumulados desde el estallido de la crisis, el número de rebajas a nivel mundial y en la UEM es un 28 % y un 34,7 % inferior, respectivamente, al observado durante un período de longitud equivalente tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Además, en esta ocasión el peso de las revisiones en las calificaciones que suponen la caída desde grado de inversión a alto rendimiento se ha situado hasta ahora en el 4,6 % a nivel mundial y en el 5,3 % en la UEM, cifras inferiores a las observadas tras la quiebra de Lehman Brothers (7,2 % y 6,9 %, respectivamente). En todo caso, un eventual deterioro de las perspectivas macroeconómicas podría traducirse en un nuevo repunte de las revisiones a la baja en las calificaciones. Además, una proporción destacada de las emisiones en la parte baja del grado de inversión cuenta con perspectivas negativas en sus calificaciones.

⁷ La Reserva Federal no compra estos valores directamente sino a través de vehículos (ETF, por sus siglas en inglés).

En los mercados de deuda soberana de la UEM, los diferenciales de rentabilidad a largo plazo también se han comprimido, favorecidos por el programa de compras del BCE y por el acuerdo en la UE para movilizar 750 mm de euros para paliar los daños económicos causados por la pandemia. La caída se intensificó tras el anuncio, el 4 junio, por parte del BCE, de la ampliación del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en 600 mm de euros, y se vio también impulsada por el acuerdo del Consejo Europeo de la UE para crear el fondo NGEU apuntado más arriba⁸. En la fecha de cierre de este IEF, los diferenciales de rentabilidad de la deuda a diez años frente a la referencia alemana se situaban todavía algo por encima (unos 10 pb en el caso de España) de los niveles anteriores al repunte observado en las últimas semanas de febrero y en las primeras de marzo (gráfico 1.6).

El rápido avance de los precios de los activos con riesgo en algunos segmentos, en un contexto en el que persiste una gran incertidumbre sobre los efectos económicos de la pandemia, ha generado algunas dudas sobre su sostenibilidad. Los indicios de valoraciones elevadas no son generalizados, siendo estos más evidentes en algunos mercados, como el de deuda corporativa de alto rendimiento, cuyos diferenciales de rentabilidad se sitúan próximos a su media histórica o incluso por debajo (gráfico 1.5) o en las bolsas de EEUU donde la relación entre el precio de las acciones y los beneficios (PER, por sus siglas en inglés), en términos ajustados al ciclo⁹, se sitúa algo por encima de su media histórica. En cambio, en la UEM y en España los precios de las acciones no parecen elevados en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas, ajustados al ciclo (gráfico 1.6).

Un eventual deterioro de las expectativas favorables que parecen subyacer en el precio actual de algunos activos, la materialización de alguno de los riesgos descritos en la sección anterior o rebajas masivas en las calificaciones crediticias de los bonos corporativos podrían desencadenar la corrección de algunas valoraciones. En el caso de las rebajas en las calificaciones crediticias, el impacto sería especialmente intenso si suponen una caída desde la categoría de grado de inversión a la de alto rendimiento. Esto es consecuencia de que parte de la regulación y los mandatos de inversión de algunos inversores, incluyendo algunos bancos centrales como el BCE, les autorizan a invertir exclusivamente en activos de alta calidad crediticia y, por tanto, deben deshacerse de los activos que pierdan esa calificación. Esto puede ocasionar caídas abruptas de la valoración de estos títulos, que tendrían un impacto adverso sobre la estabilidad financiera a

8 Para más detalles véase el Recuadro 5 del Informe Trimestral de la economía española 3/2020 del Banco de España «Next Generation EU: principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras».

9 El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios de las empresas del índice.

través de distintos canales. Por un lado, supondrían un endurecimiento de las condiciones de financiación de los distintos agentes, dificultando su capacidad de repago de sus deudas tanto por su efecto directo como indirecto a través del deterioro macroeconómico que traería consigo. Por otra, se producirían pérdidas en las carteras de los intermediarios financieros que posean los activos afectados por las caídas en sus valoraciones.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

La demanda de vivienda se recupera lentamente, tras su desplome en los meses iniciales de la crisis sanitaria. Así, el gráfico 1.7 evidencia que las compraventas registradas de vivienda cayeron más del 50% en términos interanuales en mayo, lo que supuso el mayor descenso de la serie histórica disponible. Desde entonces, han comenzado a recuperarse, beneficiadas también por la materialización de decisiones de compra aplazadas durante el confinamiento. Con todo, los niveles siguen por debajo de los valores anteriores al estallido de la crisis.

Por su parte, la oferta de vivienda se ha contraído en menor medida que la demanda desde el inicio de la pandemia (gráfico 1.7). Así, el número de anuncios de vivienda publicados en los principales portales inmobiliarios¹⁰ descendió algo menos del 5% en el tercer trimestre de 2020 respecto a la cifra de hace un año. La oferta de nueva vivienda, aproximada por el volumen de certificados de fin de obra, disminuyó con mayor intensidad (cerca del 16% interanual en el segundo trimestre), pero en menor medida que las compraventas. La información más reciente (con datos hasta septiembre) de otros indicadores de producción, muestran una notable recuperación, alcanzándose niveles próximos a los del mismo período del año pasado (gráfico 1.7).

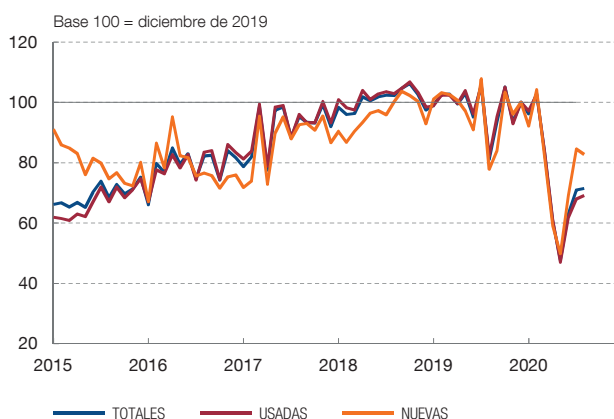
El avance de los precios de la vivienda continuó moderándose durante el primer semestre de 2020, sin que se hayan observado descensos generalizados de acuerdo con la información disponible en el INE hasta junio. El precio medio de la vivienda apenas varió en el segundo trimestre en comparación con tres meses antes, reduciéndose la tasa interanual al 2,1%, frente al 3,6% de finales de 2019. La relativa resistencia hasta ahora de los precios de compraventa de la vivienda frente a lo ocurrido durante la crisis financiera global obedece a distintos factores. Así, a diferencia de lo ocurrido entonces, la crisis actual no ha tenido su origen en los excesos financieros y de tamaño del sector inmobiliario. Además, aunque la caída del PIB ha sido más intensa que en crisis anteriores, se espera que la recuperación sea más rápida, aunque las perspectivas

¹⁰ Información procedente de Tinsa.

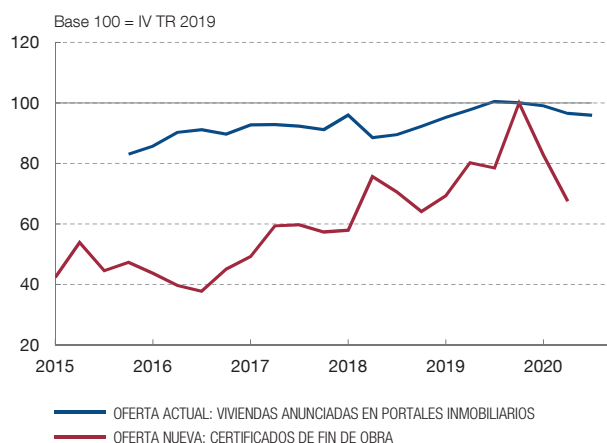
LAS COMPRAVENTAS EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA SE HAN RECUPERADO PARCIALMENTE TRAS EL IMPACTO INICIAL DE LA CRISIS SANITARIA, QUE HA INTENSIFICADO LA DESACELERACIÓN DE PRECIOS EN ESTE SECTOR (a)

La demanda está mostrando una mayor debilidad relativa que la oferta, ante un trasfondo de elevada incertidumbre acerca de la evolución de la pandemia y su potencial impacto en la situación laboral y financiera de las familias. En este contexto, se ha intensificado la desaceleración del crecimiento de los precios de la vivienda que ya se había observado en 2019.

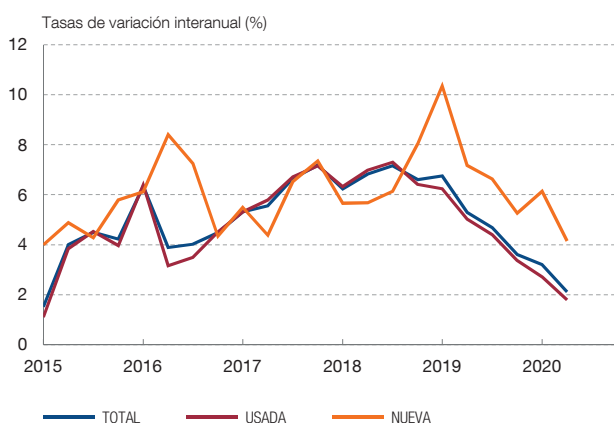
1 COMPRAVENTAS DE VIVIENDA (b)



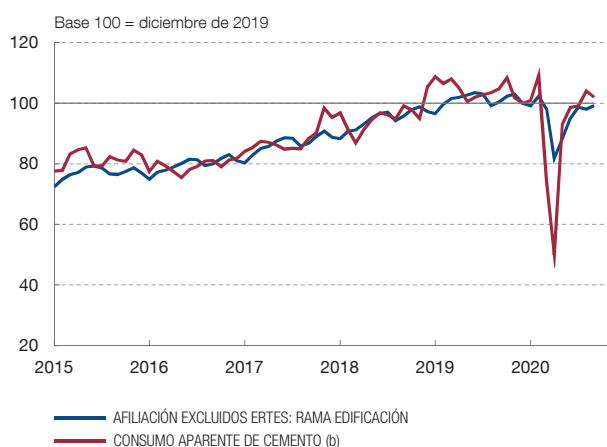
2 OFERTA DE VIVIENDA



3 PRECIOS DE LA VIVIENDA



4 AFILIACIÓN EFECTIVA Y PRODUCCIÓN DE CEMENTO



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, y Tinsa.

- a Última observación: segundo trimestre de 2020 (certificaciones de fin de obra, precios de la vivienda), tercer trimestre (oferta actual de vivienda), agosto (compraventas de viviendas), septiembre (afiliados, consumo aparente de cemento).
 b Series ajustadas de estacionalidad.

están rodeadas de una incertidumbre muy elevada. Por otra parte, antes del inicio de la pandemia no se observaban indicios claros de sobrevaloración ni sobredimensionamiento en el mercado inmobiliario.

En cambio, los precios del mercado del alquiler habrían empezado a caer en algunas áreas. Concretamente, de acuerdo con la información de los principales

portales inmobiliarios hasta septiembre, durante los últimos meses los precios del alquiler estarían descendiendo en la mayoría de capitales de provincia, con caídas más intensas en Cataluña, Comunidad de Madrid e Islas Baleares y Canarias. El aumento de la oferta de vivienda de alquiler residencial en detrimento del vacacional que ha provocado la crisis sanitaria¹¹ habría contribuido al descenso reciente de los precios en las ciudades que históricamente han presentado mayor actividad turística. A ello se sumaría el deterioro del mercado de trabajo, que ha sido más acusado para los jóvenes, que son los principales demandantes de vivienda en alquiler.

En el mercado de crédito inmobiliario se ha observado un cierto endurecimiento de los criterios de concesión, lo que junto con la brusca caída de la demanda de financiación se ha traducido en un fuerte retroceso del crédito nuevo, si bien las condiciones de los préstamos concedidos apenas habrían cambiado desde el estallido de la pandemia. Así, la Encuesta de Préstamos Bancarios muestra que las entidades financieras habrían aplicado criterios de concesión más estrictos en el segundo y el tercer trimestre como consecuencia de los mayores riesgos percibidos. Estos intermediarios también señalaron una intensa caída de las peticiones de financiación entre marzo y junio, que se habría visto condicionada por las restricciones a la movilidad y la mayor incertidumbre. Los tipos de interés de los préstamos concedidos se mantuvieron relativamente estables y tampoco variaron significativamente otras condiciones como la relación entre el importe concedido y el precio de adquisición de la vivienda (LTP, por sus siglas en inglés).

En el mercado inmobiliario comercial también se ha producido una caída abrupta de las compraventas en el segundo trimestre de 2020, hasta niveles próximos a los alcanzados en el año 2013, momento en el que alcanzaron su nivel más bajo tras la anterior crisis. Como ilustra el gráfico 1.8, el valor total de las compraventas se redujo durante el segundo trimestre en un 80 % en términos interanuales, de acuerdo con los datos del Colegio de Registradores. Esta misma fuente muestra un descenso similar de las nuevas operaciones de crédito¹². El desglose por tipo de activos evidencia descensos de similar magnitud en los tres segmentos (oficinas, locales comerciales y naves).

Los precios de compraventa del mercado comercial se redujeron en el segundo trimestre (gráfico 1.8). De acuerdo con los datos del Colegio de Registradores, entre marzo y junio, el precio mediano por metro cuadrado de las

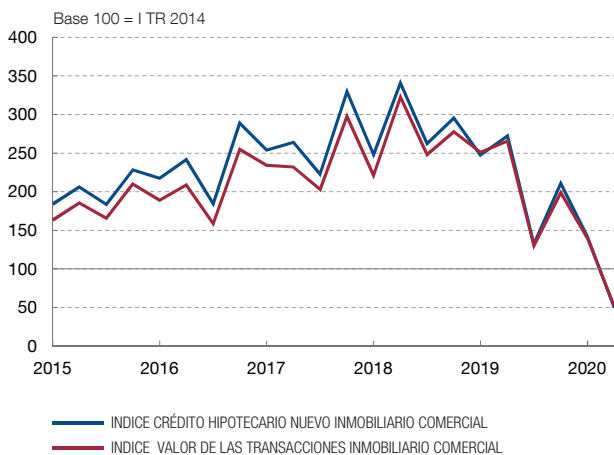
11 El número de inmuebles dedicados al alquiler vacacional en España habría descendido más del 8% desde el inicio de la pandemia hasta finales de agosto, según los datos de AirDNA sobre dos de las plataformas digitales más activas en este segmento, Airbnb y Vrbo.

12 No obstante, esta información, que procede del Colegio de Registradores, puede experimentar modificaciones por los retrasos producidos en el registro administrativo durante los últimos meses.

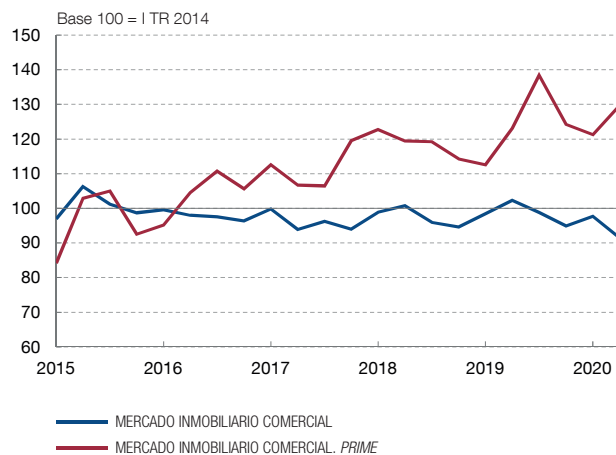
LA IRRUPCIÓN DE LA PANDEMIA HA SUPUESTO UNA FUERTE CAÍDA DE LAS COMPRAS EN EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL Y UN DESCENSO MÁS MODERADO DE LOS PRECIOS

La pandemia ha supuesto una caída intensa de las transacciones durante el primer semestre del año. En términos de precios, la contracción ha sido más moderada, observándose una evolución diferenciada en el segmento *prime*.

1 NUEVAS OPERACIONES EN EL SECTOR INMOBILIARIO COMERCIAL (a)



2 PRECIO DEL METRO CUADRADO EN EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL (b)



FUENTE: Colegio de Registradores.

- a El crédito incluye cualquier préstamo colateralizado por inmuebles comerciales. El valor de las transacciones sobre inmuebles comerciales se obtiene a partir del número y el precio de estas operaciones, considerando el valor agregado de todas ellas.
- b Los índices de precios de inmuebles comerciales se calculan a partir de los valores medianos de los precios de las transacciones sobre inmuebles comerciales en el conjunto de España o en las zonas *prime*. Este último segmento se refiere fundamentalmente a las compraventas de locales comerciales realizadas en los barrios con mayor actividad comercial de Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma de Mallorca, Valencia y Málaga.

nuevas operaciones habría descendido, en términos intertrimestrales, en los tres segmentos, con caídas más acusadas en el de oficinas (15,2 %) que en los otros dos (5,7 %, en locales comerciales y 5,9 %, en naves). En cambio, en el segmento «*prime*»¹³ este mismo indicador mostró una variación positiva, aunque hay que tener en cuenta que esta serie presenta mayores oscilaciones.

Los estándares de crédito en el mercado comercial se habrían mantenido estables en el segundo trimestre de 2020. En comparación con el mercado de la vivienda, las operaciones con LTP inferior al 80 % continúan teniendo un peso mucho mayor en este segmento puesto que se sitúan en torno a tres cuartas partes de las operaciones nuevas, frente a la mitad que se registra en el mercado residencial. Los estándares más estrictos en el mercado comercial van dirigidos a compensar en cierta medida el mayor riesgo relativo de estas operaciones, dada la responsabilidad limitada que tienen sus prestatarios.

13 Se han identificado como *prime* los barrios céntricos de seis grandes núcleos urbanos (siguiendo la clasificación de diferentes consultoras inmobiliarias especializadas) en Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma de Mallorca, Valencia y Málaga.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

El aumento de las necesidades de liquidez de las sociedades no financieras españolas generadas por la crisis del Covid-19 se está cubriendo, principalmente, a través de la financiación bancaria, en condiciones muy favorables. Esta evolución se ha visto favorecida por las medidas adoptadas por las autoridades, entre las que se puede destacar la línea de avales del ICO y la mejora de las condiciones de las operaciones de financiación a largo plazo del BCE¹⁴. En este contexto, el saldo de crédito de las SNF con las entidades de crédito domésticas aumentó a ritmos históricamente elevados, pasando de una contracción interanual del 1,1 % en febrero a una expansión interanual del 8,1 % en junio, si bien este avance se ha moderado ligeramente en los meses siguientes (gráfico 1.9)¹⁵. La captación de recursos en los mercados de capitales se recuperó una vez que se fueron normalizando las condiciones de financiación, llegando a experimentar el saldo vivo de este tipo de financiación un crecimiento interanual del 8,4 % en junio, moderándose algo en los meses posteriores, como la financiación bancaria. Parte de esta financiación está siendo utilizada por las empresas para mantener colchones de liquidez, en forma de depósitos bancarios en muchos casos, ante la elevada incertidumbre existente.

La crisis del Covid-19 está teniendo un impacto muy negativo en los beneficios de las empresas, con heterogeneidad por sectores y tamaño. Aunque las medidas públicas de apoyo a las rentas como los ERTE y las moratorias en el pago de impuestos y cotizaciones sociales han amortiguado el impacto de la caída en la facturación de las empresas sobre sus beneficios, la información disponible del primer semestre evidencia una fuerte contracción de los resultados corporativos. Así, la rentabilidad ordinaria media del activo (ROA) se redujo a la mitad, pasando de un 4 % a un 2 %¹⁶, al tiempo que aumentó el porcentaje de empresas con baja rentabilidad (gráfico 1.9). Las simulaciones realizadas, que se presentan en el gráfico 1.9, apuntan a una fuerte contracción de la rentabilidad de las empresas en el conjunto de 2020, aunque con una elevada heterogeneidad. El desglose por tipo de empresa evidencia que las que presentarían una evolución más desfavorable en su rentabilidad serían las pymes, y especialmente las

14 Para más detalles sobre las características de los préstamos acogidos a los avales públicos, véase Recuadro 4.3 del Informe Anual del Banco de España 2019: «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19».

15 En línea con estos desarrollos, la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) correspondiente al segundo trimestre indicaba una relajación de los criterios de concesión de préstamos tanto para grandes empresas como para pymes y un fuerte aumento de la demanda de fondos por parte de estas.

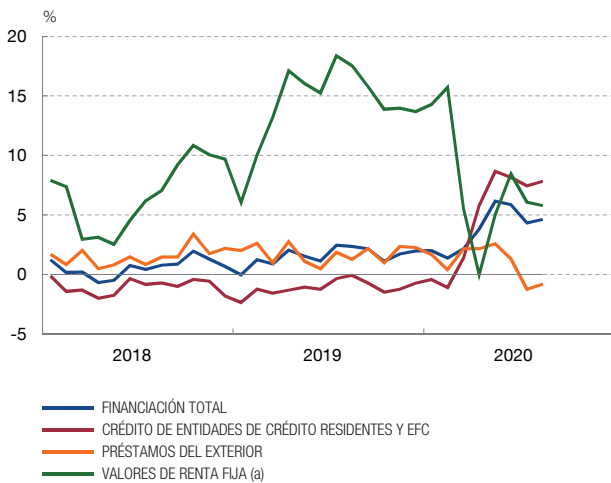
16 Datos de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral del Banco de España. Para más detalles, véase Menéndez, A., y M. Mulino: «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2020», Boletín Económico 3/2020, Banco de España.

Gráfico 1.9

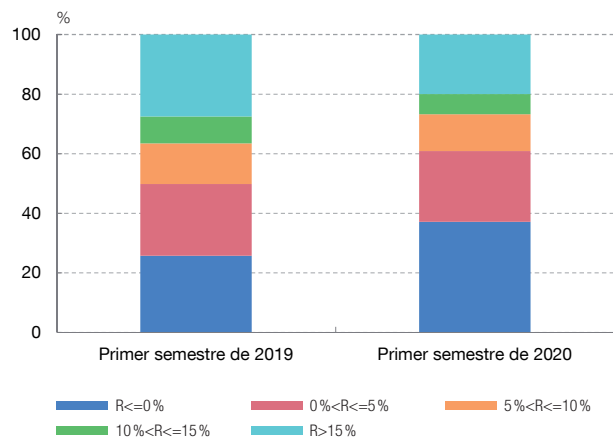
AUMENTA EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS COMO RESPUESTA A LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ ORIGINADAS POR LA CRISIS, QUE REDUCE TAMBIÉN FUERTEMENTE SU RENTABILIDAD

La pandemia del Covid-19 ha generado un aumento de las necesidades de liquidez en las empresas españolas para cumplir con sus pagos comprometidos. Estas necesidades de financiación se están cubriendo mediante créditos bancarios y emisión de deuda corporativa, proceso que se ha visto favorecido por los programas de avales públicos y las diversas medidas adoptadas por el BCE. Asimismo, la crisis del Covid-19 está causando una fuerte caída de los ingresos de las empresas, así como de sus beneficios y rentabilidad. A nivel agregado se ha producido un repunte de los ratios de endeudamiento y carga financiera, en términos de PIB, condicionado también por la fuerte caída del producto.

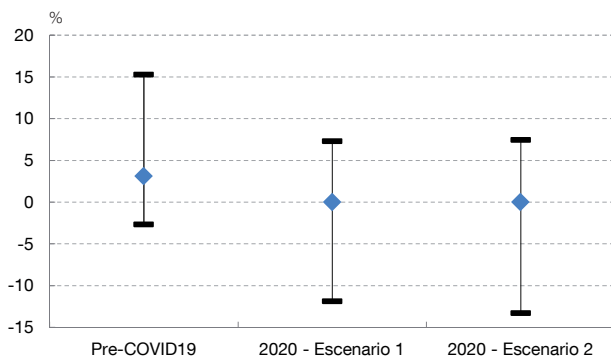
1 FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación interanual



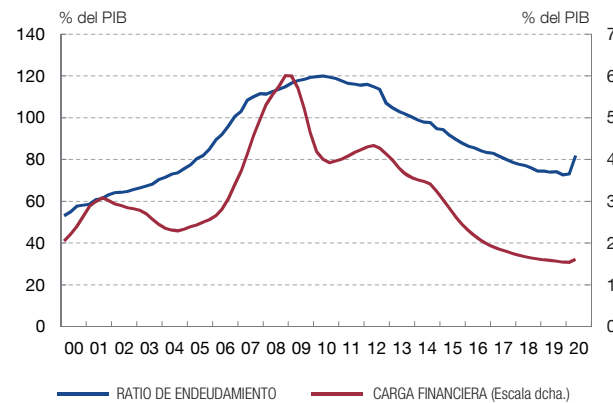
2 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR RANGO DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (b)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (c)



4 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA (d)



FUENTE: Banco de España.

- a La serie de valores de renta fija corresponde a emisiones netas.
- b La información procede de la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT). Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.
- c Resultados obtenidos a partir de la simulación de los ingresos de las sociedades no financieras españolas de acuerdo a dos escenarios según la intensidad de la caída de dichos ingresos como consecuencia de la crisis sanitaria. Los puntos se corresponden con el percentil 25, la mediana y el percentil 75. Este ejercicio se ha realizado a partir de la información de la Central de Balances Integrada (CBI) correspondiente al año 2018 y se ha aplicado la misma metodología que en el documento ocasional N° 2020 «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19» de Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino.
- d La carga financiera de las empresas comprende únicamente los pagos que éstas realizan en concepto de intereses, dada la dificultad para estimar con fiabilidad la cuantía de las cuotas de amortización.

compañías de las ramas de hostelería, restauración y ocio, vehículos de motor, comercio y transporte y almacenamiento¹⁷.

El aumento del endeudamiento y el retroceso de los resultados empresariales sería de mayor magnitud para las pymes y para aquellas empresas que operan en los sectores más afectados por la pandemia. La ratio de endeudamiento agregada del sector en términos de PIB ha repuntado por primera vez desde 2010, llegando hasta el 81 % en el segundo trimestre del año (el nivel más elevado desde 2017), como consecuencia tanto del incremento de la deuda como de la caída del PIB (gráfico 1.9). Esta evolución también habría resultado en un ligero incremento de la ratio de carga financiera por intereses, definida como los pagos por intereses sobre PIB, debido a que el efecto del ascenso de la deuda sobre el pago de intereses se recoge de forma más gradual en el tiempo. Aunque la intensidad de estos repuntes se corregirá en alguna medida cuando se incorporen los datos del PIB de los próximos trimestres, las simulaciones que se presentan en el Recuadro 1.1 también apuntan a un deterioro de la situación patrimonial medida como la deuda neta sobre el activo neto de cada empresa, que sería mayor en el segmento de pymes y en los sectores más afectados por la pandemia.

En el caso de los hogares, su endeudamiento agregado ha disminuido durante los últimos meses como consecuencia de la caída de las nuevas operaciones de crédito. La contracción ha sido más acusada en el segmento de crédito para consumo (gráfico 1.10), como resultado tanto del retroceso de la demanda como de la oferta, que se redujo debido a los mayores riesgos percibidos por los prestamistas¹⁸, afectando sobre todo a los colectivos más vulnerables. Como se ha comentado anteriormente, también disminuyó, aunque menos intensamente, la nueva financiación destinada a la compra de vivienda. El único componente que mostró un mayor dinamismo fue el del crédito captado por los empresarios individuales, que pudieron acceder tanto al programa de avales públicos como a las moratorias de obligaciones financieras. Aunque las moratorias de los préstamos, que afectan al 7 % del saldo vivo del crédito a las familias¹⁹, han frenado la caída del crédito a este sector al reducir el volumen de amortizaciones, su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el -0,9 % en agosto, frente al avance del 0,3 % en febrero (véase Recuadro 1.2).

Los ingresos de los hogares también se están viendo muy afectados por la crisis. La renta bruta disponible de este sector se redujo un 8,8 % en el segundo

17 Para más detalles véase Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez, A. y M. Mulino (2020): «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19», Banco de España Documento Ocasional N.º 2020.

18 Véase Menéndez, A. (2020): «Encuesta sobre préstamos bancarios en España: Junio de 2020». Boletín Económico 3/2020, Banco de España,

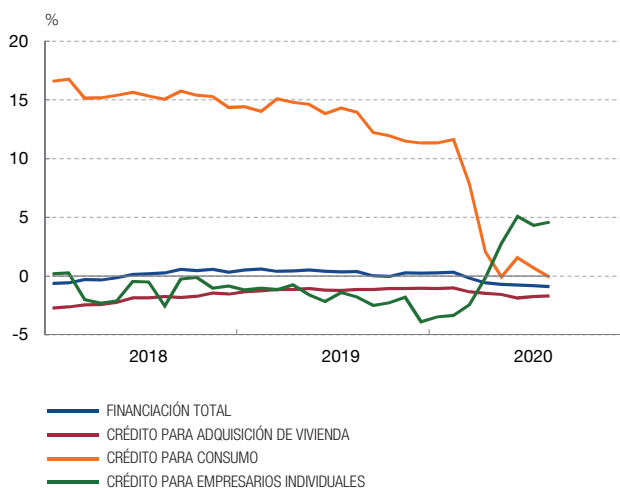
19 Véase Recuadro 2: «Análisis de los programas de moratorias crediticias adoptadas en España como respuesta a las crisis del Covid-19» del Artículo Analítico «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Primer semestre de 2020».

Gráfico 1.10

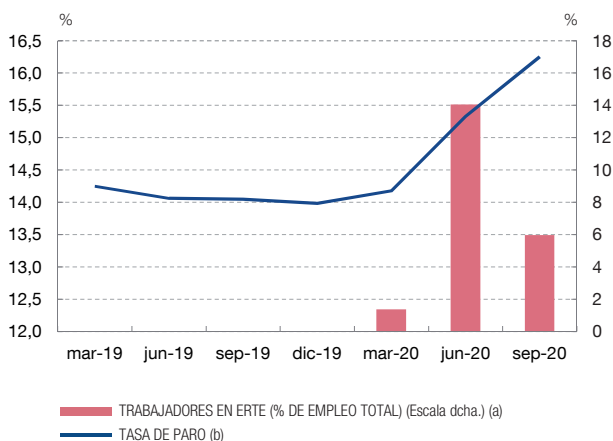
LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES SE DETERIORA POR LA EVOLUCIÓN ADVERSA DE LAS RENTAS, A PESAR DE QUE SE REDUCE SU DEUDA

El saldo de crédito a los hogares se ha reducido debido tanto a factores de oferta como de demanda. A pesar de ello, las ratios de deuda y de carga financiera sobre la renta bruta disponible repuntaron como consecuencia del retroceso de las rentas. El ahorro experimentó un importante aumento en el segundo trimestre debido a motivos de precaución, consecuencia de la elevada incertidumbre ligada a la pandemia, y a las medidas de confinamiento, que redujeron el consumo de ciertos bienes y servicios. Dicho ahorro se canalizó, fundamentalmente, a través de depósitos bancarios.

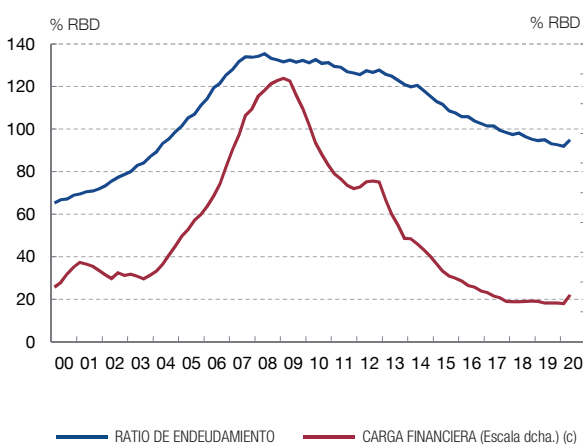
1 FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES
Variación interanual



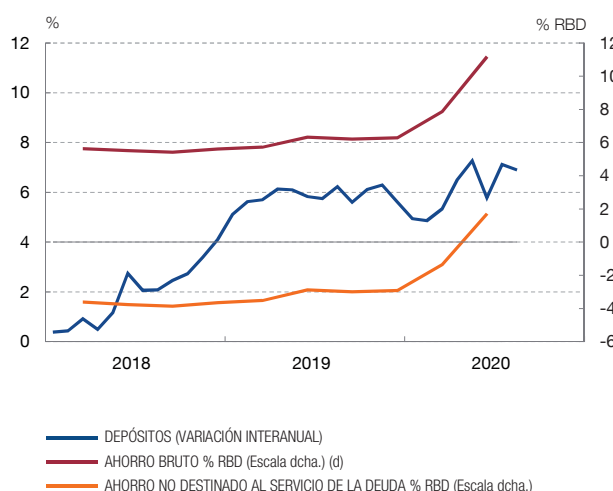
2 TRABAJADORES EN ERTE Y TASA DE PARO



3 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



4 DEPÓSITOS Y TASA BRUTA DE AHORRO



FUENTE: Banco de España.

- a ERTES (% empleo): Medias mensuales para el primer, segundo y tercer trimestre.
- b La tasa de paro está ajustada estacionalmente.
- c La carga financiera de las familias comprende los pagos que éstas realizan en concepto de intereses y amortización de la deuda.
- d Ahorro bruto % RBD: para el cálculo de la renta bruta disponible se acumulan cuatro trimestres.

trimestre de 2020 en términos interanuales. Esta evolución se explica principalmente por el aumento del desempleo, que pasó del 14 % a finales de 2019 al 16,3 % en el tercer trimestre de 2020, y por los trabajadores que se acogieron a los ERTE, que llegaron a alcanzar, a finales de mayo, alrededor de los 3 millones, si bien esta cifra

se redujo gradualmente desde entonces, hasta situarse en algo más de 725.000 a finales de septiembre (gráfico 1.10)²⁰.

Esta caída de los ingresos supone un aumento de la presión financiera soportada por los hogares. Aunque la deuda de este sector no se ha elevado tras la crisis, el descenso de las rentas empeora su capacidad de repago. Así, para el conjunto del sector de hogares la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD) se incrementó casi 2 pp en el primer semestre, alcanzando el 95 % (gráfico 1.10). Esta evolución también ha resultado en un incremento de la ratio de carga financiera (definida como pagos en concepto de intereses y amortización de la deuda sobre RBD), que se incrementó en 28 pb hasta llegar al 11,6 %, a pesar de que los costes financieros medios no han aumentado. De nuevo, la intensidad de este aumento se moderará en alguna medida con los datos de RBD del tercer trimestre. Además, las moratorias de los préstamos para los hogares más vulnerables han ayudado hasta ahora a mitigar estos efectos, pero su duración es limitada, de modo que la presión financiera para algunos colectivos podría elevarse una vez que venzan dichas moratorias. Por su parte, el aumento del ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda, consecuencia de la fuerte caída del consumo, parece haberse canalizado hacia los depósitos bancarios, que mostraron un avance interanual del 6,9 % en agosto (gráfico 1.10). No obstante, no se dispone de información actualizada de la distribución de este ahorro dentro del sector de hogares por lo que es difícil valorar hasta qué punto este desarrollo supone un mitigante del mayor grado de presión financiera para determinados colectivos de hogares.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

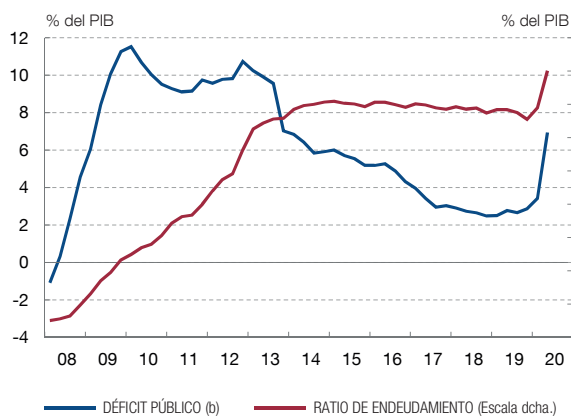
La evolución más reciente de las finanzas públicas en España refleja el impacto de la pandemia, particularmente elevado en nuestro país, y de las medidas adoptadas para contenerla. La última información disponible muestra un notable repunte del déficit de las AAPP que, en junio, habría alcanzado, en términos acumulados de doce meses, el 6,9 % del PIB, algo más de 4 pp por encima del nivel registrado en el año 2019 (gráfico 1.11). Esta cifra refleja, en parte, la caída de los ingresos, concentrada especialmente en los meses de mayores restricciones durante la primavera, y, también, el aumento de los gastos. En este último caso, algo más del 70 % del incremento de los gastos se explica por las medidas discrecionales adoptadas en respuesta al Covid-19. Por su parte, la deuda de las AAPP se elevó en junio hasta el 110 % del PIB (14,6 pp más que en diciembre de 2019), en parte como consecuencia del desequilibrio de las cuentas públicas durante el primer semestre, pero también

20 De acuerdo con la regulación actual, una vez que han transcurrido seis meses desde el inicio del ERTE, la prestación pasa del 70 % al 50 % del sueldo. Las prestaciones por desempleo son más reducidas que el sueldo previo a esta situación y finalizan pasado un cierto tiempo que depende de las circunstancias del trabajador.

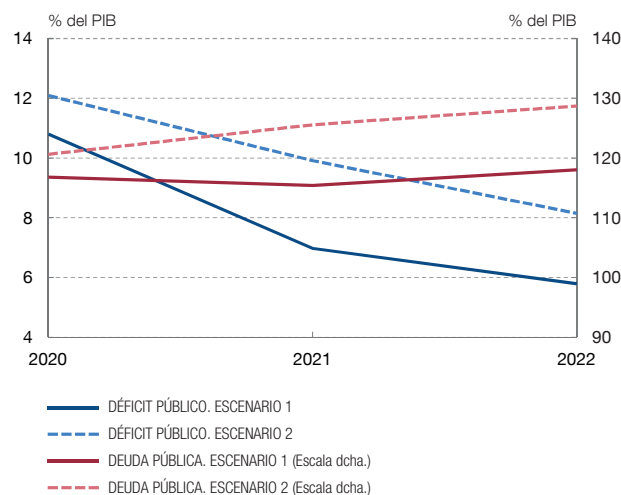
LA PANDEMIA DEL COVID-19 TENDRÁ UN FUERTE IMPACTO NEGATIVO SOBRE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ESPAÑOLAS

El elevado impacto sobre las finanzas públicas españolas que está teniendo la pandemia del Covid-19 aumenta la vulnerabilidad de las AAPP españolas ante posibles perturbaciones adicionales. La respuesta de las autoridades europeas constituye un importante mitigante de los riesgos en el corto plazo, pero no evita la necesidad de un proceso de consolidación creíble y sostenido a medio plazo, una vez superados los efectos de la crisis.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA (a)



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

a Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas en septiembre de 2020. El escenario 1 contempla la aparición de nuevos brotes que, sin embargo, requerirán solamente de medidas de contención de ámbito limitado, desde el punto de vista tanto geográfico como de las ramas afectadas. Por su parte, el escenario 2 contempla una mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia, que, sin embargo, no llegarían a precisar de la aplicación de medidas de contención tan estrictas y generalizadas como las que estuvieron en vigor antes del inicio de la desescalada.

b Datos acumulados de cuatro trimestres.

como resultado del adelanto en las emisiones de deuda previstas para este año, que, en contrapartida, ha llevado a un incremento de los activos financieros de las AAPP frente al resto de sectores de 3 pp del PIB en los seis primeros meses del año.

Los últimos escenarios del Banco de España, publicados el pasado mes de septiembre²¹, anticipan un deterioro muy marcado del saldo de las AAPP para el conjunto de 2020 y una corrección parcial en los dos años siguientes. En comparación con los de junio, los últimos escenarios publicados incorporan las nuevas medidas presupuestarias aprobadas en los meses del verano (el ingreso mínimo vital, la extensión de las actuaciones extraordinarias relacionadas con los ERTE y ceses de actividad de autónomos entre el 30 de junio y el 30 de septiembre, el fondo de financiación a las CCAA y la ampliación de las líneas de avales para préstamos a empresas). De acuerdo con los supuestos empleados, el saldo de las

21 Véase [Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2022](#).

AAPP en 2020 podría situarse en el $-10,8\%$ o en el $-12,1\%$ del PIB, en función de que el escenario macroeconómico que termine materializándose se aproxime en mayor medida al primero o al segundo de los dos considerados en septiembre por el Banco de España (gráfico 1.11). La naturaleza temporal del grueso de las medidas discrecionales aprobadas este año, junto con la mejora cíclica esperada, permitiría una corrección del desequilibrio de las finanzas públicas en 2021 y 2022, pese a lo cual se situaría todavía en este último año, en cualquiera de los escenarios, por encima del 5% del PIB y, por tanto, significativamente por encima del observado en 2019.

El aumento de la deuda pública será muy pronunciado en 2020, intensificando los retos a los que se enfrentan las finanzas públicas españolas.

La ratio de deuda experimentaría este año un crecimiento de más de 20 pp en el escenario 1 y de unos 25 pp en el escenario 2, hasta situarse, respectivamente, en el $116,8\%$ y el $120,6\%$ del PIB. La ratio continuaría aumentando, en términos acumulados, durante el bienio posterior, sobre todo en el escenario 2. La crisis tiene un componente transitorio que, una vez superado, permitiría una significativa recuperación del saldo de las AAPP en los próximos años. No obstante, las AAPP emergerán de esta crisis con una posición vulnerable por diversas razones, que incluyen el alto nivel de deuda que previsiblemente se alcanzará, la probable existencia de algunos efectos negativos persistentes de la crisis sobre la actividad económica, el elevado componente estructural presente en el déficit público incluso antes de la irrupción del Covid-19, los significativos compromisos contingentes fruto de las medidas implementadas y los retos que se derivan del envejecimiento de la población²².

La respuesta de las autoridades europeas constituye un importante mitigante de los riesgos en el corto plazo.

Esa respuesta ha sido contundente, lo cual obedece, en gran medida, al carácter común de la perturbación negativa que el Covid-19 supone para el conjunto de la UE. A la vez, las acciones emprendidas reconocen las diferentes necesidades de los Estados miembros en función de su grado de afectación por la pandemia, lo que supone un soporte importante para la construcción del proyecto europeo. En el ámbito monetario, las medidas adoptadas por el BCE, y especialmente su PEPP, están contribuyendo a evitar tensiones en los mercados de deuda soberana, propiciando unas condiciones de financiación muy favorables, que cabe esperar que se mantengan en los próximos trimestres. En el ámbito fiscal, a las medidas de apoyo por parte de las instituciones europeas adoptadas durante la primavera, se une el comentado fondo NGEU, del que España podría llegar a beneficiarse por un importe de hasta 140 mm de euros, mediante préstamos y vía transferencias, aproximadamente a partes iguales.

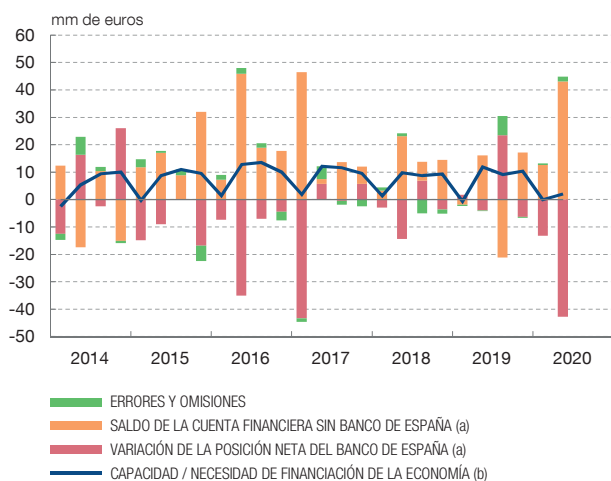
Una vez superada la crisis actual, la reconducción de las finanzas públicas en España requerirá de un esfuerzo considerable.

²² Véase el [Capítulo 4](#) del Informe Anual de 2018 del Banco de España.

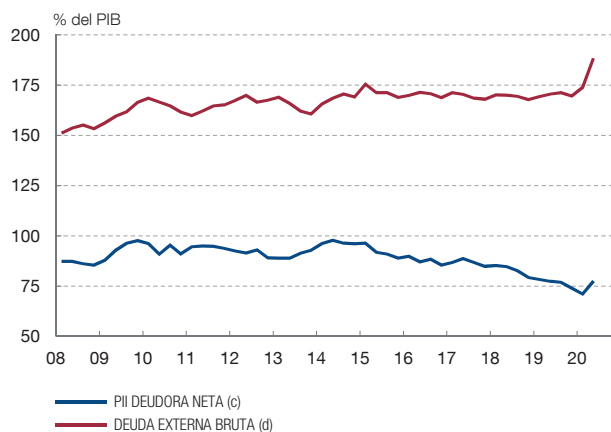
LAS ENTRADAS DE CAPITALES EXTRANJEROS SE RESINTIERON EN LOS PRIMEROS COMPASES DE LA CRISIS SANITARIA AL TIEMPO QUE SE ELEVARON LA POSICIÓN DEUDORA NETA Y EL ENDEUDAMIENTO BRUTO EXTERNO DE LA ECONOMÍA

Tras el estallido de la crisis sanitaria aumentó el saldo acreedor de la cuenta financiera como consecuencia fundamentalmente de la desinversión del resto del mundo en España, movimiento que revertió posteriormente. Este aumento se concentró en los meses de marzo y particularmente abril, revertiendo posteriormente en mayo y junio.

1 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



2 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTE: Banco de España.

- a Variación neta de activos menos variación neta de pasivos.
b Un valor positivo (negativo) de esta serie indica una posición acreedora (deudora).
c La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos exteriores de los sectores residentes y el de los activos frente al resto del mundo.
d La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).

AAPP se encontrarán previsiblemente con unas necesidades de financiación y un nivel de deuda muy elevados, cuya corrección requerirá de un esfuerzo muy grande. No obstante, dicho esfuerzo debe retrasarse hasta que la economía española se haya recuperado plenamente de los efectos derivados de la crisis. Será entonces cuando las autoridades tendrán que implementar un programa creíble y suficiente de consolidación a lo largo de un período dilatado de tiempo, que proporcione margen de respuesta ante otras posibles perturbaciones y favorezca el crecimiento a largo plazo.

1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

La crisis sanitaria también ha influido en la evolución de los flujos financieros entre la economía española y el resto del mundo. En el segundo trimestre del año, la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, excluido el Banco de España, arrojó un saldo acreedor de 43 mm de euros, el más elevado desde el primer trimestre de 2017 (gráfico 1.12). Se produjeron cuantiosas desinversiones en cartera

de los no residentes en los primeros meses de la pandemia, que revirtieron posteriormente en línea con la relajación de las tensiones en los mercados financieros internacionales. En el caso de otras inversiones, en abril se produjo una fuerte caída de los depósitos de los extranjeros en entidades nacionales. En conjunto, estos descensos de los pasivos exteriores, junto con los programas de compras de activos del Eurosistema, habrían condicionado la evolución de la cuenta financiera del Banco de España, que ha presentado un elevado saldo deudor desde marzo, si bien se ha moderado en los últimos meses tras la reanudación de las entradas de capital del exterior en la economía española.

La posición deudora neta frente al exterior de la economía española y el endeudamiento externo se han elevado, en términos de PIB, como consecuencia de los efectos valoración y de la caída del producto. En el segundo trimestre de 2020, la PII deudora neta de la economía española se incrementó en 30 mm de euros, debido al importe negativo de los efectos valoración y otros ajustes, puesto que las transacciones financieras con el exterior presentaron un flujo ligeramente positivo. En relación con el PIB, la PII deudora neta se situó en el 77,5 %, 6,5 pp más que el trimestre previo, condicionada por la fuerte contracción del producto. La deuda externa bruta de la nación se elevó en 56,8 mm en el segundo trimestre de 2020, debido a los efectos de valoración, situándose en términos de PIB en el 188,3 %, su máximo histórico (gráfico 1.12). La elevada posición deudora de la economía española sigue constituyendo un elemento de vulnerabilidad, especialmente en el contexto actual de elevada incertidumbre sobre la evolución económica futura.

EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE E IMPLICACIONES ECONÓMICAS

La crisis provocada por la pandemia del Covid-19 ha producido una drástica reducción de los ingresos ordinarios de las empresas, que ha llevado a que estas recurran a un mayor endeudamiento para atender sus necesidades de liquidez a corto plazo. Este aumento de los recursos ajenos del sector empresarial, unido al fuerte descenso registrado por el PIB, se ha traducido en un significativo repunte de la ratio de endeudamiento de este sector durante el primer semestre de 2020, quebrándose la tendencia descendente que venía registrando desde 2015.

Para valorar las implicaciones económicas y financieras del mayor endeudamiento empresarial es conveniente complementar este indicador basado en datos agregados con un análisis más granular que permita identificar a las empresas cuyas ratios financieras se situarían por encima de ciertos umbrales de vulnerabilidad.

Para ello, en este Recuadro se muestran los resultados de un ejercicio en el que se simula cómo evolucionaría en 2020, bajo dos escenarios macroeconómicos alternativos^{1,2}, la distribución de dos indicadores de endeudamiento empresarial complementarios. El primero de ellos, de carácter más estructural, relaciona la deuda neta (definida como deuda financiera menos activos líquidos e inversiones financieras temporales) con el activo neto (total activo menos pasivos sin coste financiero), mientras que el segundo, que se calcula como el cociente entre la deuda neta y los excedentes ordinarios (definidos como resultado económico bruto más ingresos financieros), mide la capacidad de las compañías para hacer frente a su endeudamiento con los recursos generados por la actividad.

Los cuatro primeros gráficos presentan los resultados obtenidos con el primer indicador. En el gráfico 1 se muestra la distribución de las empresas según distintos rangos de la ratio de deuda neta sobre activo neto, para la situación previa a la crisis sanitaria³ y para 2020 bajo los dos escenarios macroeconómicos. Se observa que

en 2020 se produciría un desplazamiento de la distribución de empresas hacia valores más elevados de la ratio de endeudamiento, concentrándose el aumento en el último tramo (con la ratio por encima de 0,75). El porcentaje de las empresas en esta situación se elevaría, en comparación con la situación previa al Covid-19, en seis o siete puntos porcentuales, dependiendo del escenario contemplado, hasta alcanzar un 20-21 %. El desglose por tamaños y sectores evidencia que, tanto en número de empresas como en términos de empleo, los deterioros más acusados se registrarían en el segmento de pymes y en las ramas de hostelería, restauración y ocio y en la de vehículos de motor y también, aunque en menor medida, en el de transporte y almacenamiento (véanse gráficos 2 y 3). Por último, el gráfico 4 revela que el incremento de la deuda sería más acusado en los tramos que aglutinan a las empresas con una ratio de endeudamiento más reducida (inferior al 0,25), lo que es consistente con el hecho de que las empresas más afectadas por un aumento en su endeudamiento serían las de menor tamaño, que tienen generalmente niveles de deuda más bajos.

En cambio, en el tramo superior los aumentos habrían sido muy leves, lo que mitiga en cierto modo los riesgos incrementales para la estabilidad financiera ya que significa que la deuda de las empresas más vulnerables de acuerdo con el indicador utilizado apenas se elevaría. En todo caso, hay que tener en cuenta que el volumen de la deuda en este segmento se sitúa en un valor relativamente elevado, cercano al 20 % del PIB de 2019.

Los gráficos 5 a 8 presentan los resultados obtenidos en base al segundo indicador, que relaciona la deuda neta con los excedentes ordinarios. En general, se alcanzan conclusiones similares a las que se encuentran con la ratio de deuda sobre activo, si bien el aumento del número de empresas con valores de la ratio superior a 10 o con excedentes negativos, son más elevados (entre 16 y 17 pp, dependiendo del escenario).

1 Este ejercicio se ha realizado a partir de la base de datos anual de la Central de Balances Integrada (CBI), que contiene información individualizada de unas 500.000 empresas para 2018, último ejercicio disponible, y elevando los resultados para el conjunto del sector empresarial. Se ha aplicado la misma metodología que en el documento ocasional N.º 2020 «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19» de Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino, publicado por el Banco de España el pasado mes de julio.

2 Los dos escenarios macroeconómicos considerados son los que publicó el Banco de España el pasado 16 de septiembre (*Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2022*).

3 La situación previa a la crisis sanitaria se basa en los últimos datos disponibles, correspondientes a 2018.

EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE E IMPLICACIONES ECONÓMICAS (cont.)

Gráfico 1
PORCENTAJE DE EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE DEUDA NETA / ACTIVO NETO (a) (b)

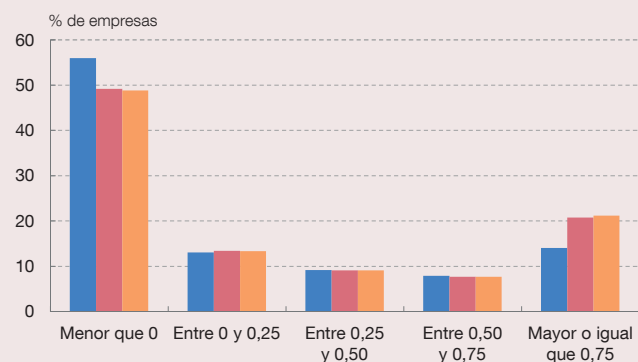


Gráfico 2
EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE ACTIVO NETO. PORCENTAJE (a) (b) (c)

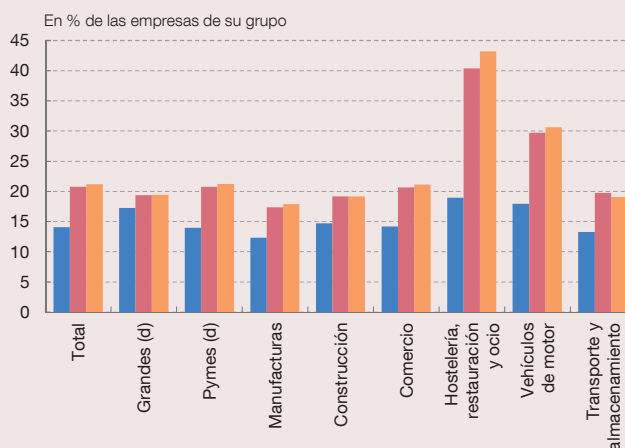


Gráfico 3
EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE ACTIVO NETO. PESO EN EL EMPLEO (a) (b) (c)

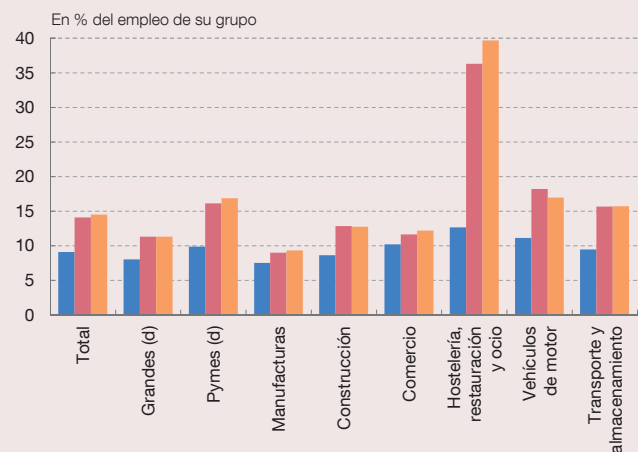
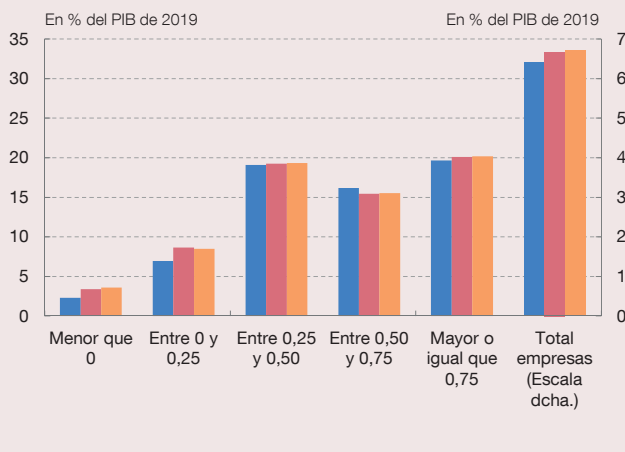


Gráfico 4
DEUDA DE LAS EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE DEUDA NETA / ACTIVO NETO (a) (b)



PRE-COVID-19 2020 - ESCENARIO 1 2020 - ESCENARIO 2

FUENTE: Banco de España.

- a Los resultados posteriores a diciembre de 2019 se obtienen aplicando supuestos a dos escenarios macroeconómicos alternativos, que son los que publicó el Banco de España el pasado 16 de septiembre (*Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2022*).
- b Se define como deuda neta a los recursos ajenos con coste minorados por el efectivo y otros activos líquidos equivalentes y por las inversiones financieras a corto plazo. El activo neto se define como activo total neto de la deuda comercial.
- c Se define como empresas más vulnerables a aquéllas cuya ratio de endeudamiento es mayor que 0,75. Excluye holdings y empresas del sector de servicios financieros.
- d La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

El desglose por tamaños confirma que los mayores incrementos, tanto en número de empresas como en términos de empleo, se producirían en las pymes, si bien las diferencias son menores que para la ratio de endeudamiento, y, en el caso de los sectores, los más afectados serían los mismos que ya se observaban con la

ratio de deuda sobre activo (véanse gráficos 6 y 7). Finalmente, el gráfico 8 revela que, a diferencia de lo que sucedía con el primer indicador, el aumento de la deuda se concentraría en los tramos de empresas que recogen a las que se encuentran con una situación más vulnerable. En todo caso, hay que tener en cuenta que estos resultados

EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE E IMPLICACIONES ECONÓMICAS (cont.)

Gráfico 5
PORCENTAJE DE EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE DEUDA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (a) (b)

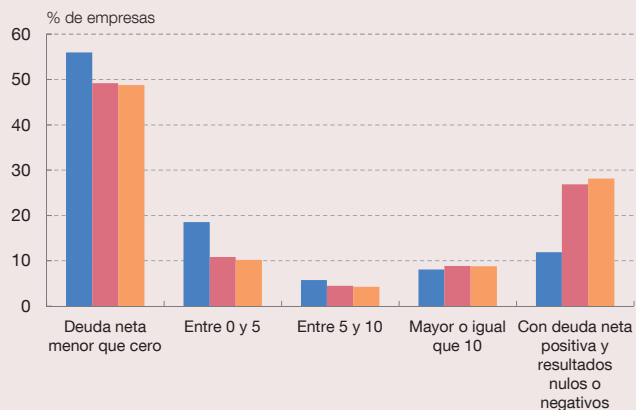


Gráfico 6
EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE EXCEDENTES. PORCENTAJE (a) (b) (c)

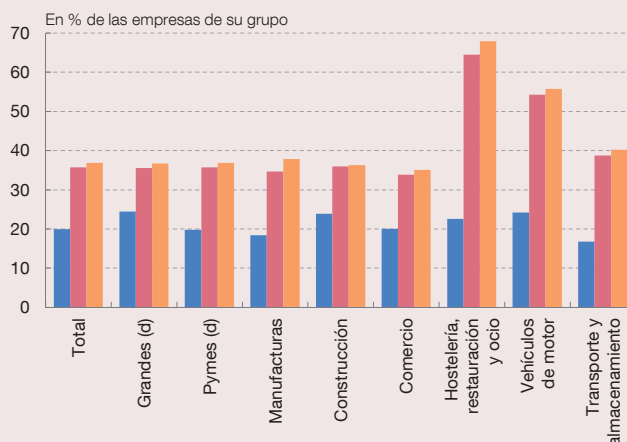


Gráfico 7
EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE EXCEDENTES. PESO EN EL EMPLEO (a) (b) (c)

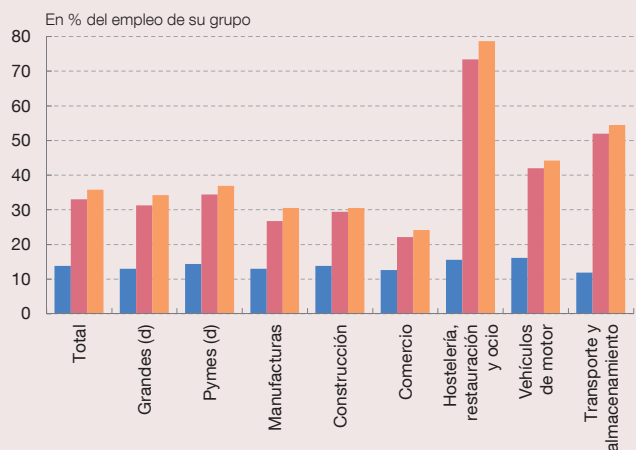
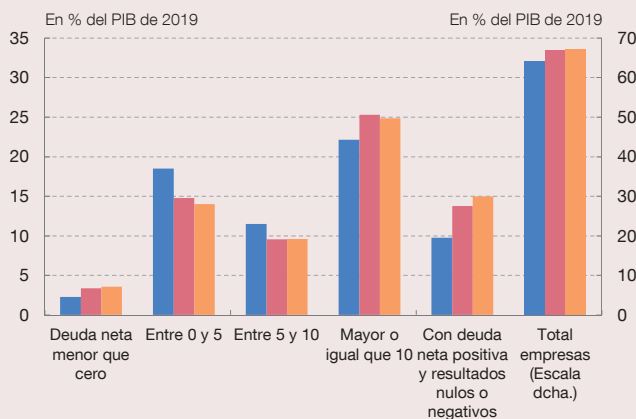


Gráfico 8
DEUDA DE LAS EMPRESAS POR TRAMO DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO (a) (b)



■ PRE-COVID-19 ■ 2020 - ESCENARIO 1 ■ 2020 - ESCENARIO 2

FUENTE: Banco de España.

- a Los resultados posteriores a diciembre de 2019 se obtienen aplicando supuestos a dos escenarios macroeconómicos alternativos, que son los que publicó el Banco de España el pasado 16 de septiembre (*Escenarios macroeconómicos para la economía española 2020-2022*).
- b Se define como deuda neta a los recursos ajenos con coste minorados por el efectivo y otros activos líquidos equivalentes y por las inversiones financieras a corto plazo.
- c Se define como empresas más vulnerables a aquellas cuya ratio de deuda neta sobre excedentes es mayor que 10 o con deuda neta positiva y resultados nulos o negativos. Excluye holdings y empresas del sector de servicios financieros.
- d La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

están muy influidos por el excepcionalmente reducido valor de los beneficios de las empresas en 2020, que en la gran mayoría de los casos no es representativo del nivel esperado de esta variable a medio y largo plazo, por lo que este indicador tiende, en la coyuntura actual, a exagerar los problemas de solvencia de las empresas.

De cara al futuro, el aumento del endeudamiento empresarial puede tener implicaciones potencialmente negativas tanto sobre el crecimiento económico como sobre la estabilidad financiera. Por una parte, los mayores recursos ajenos suponen una mayor carga financiera, tanto por pago de intereses, cuyo tipo medio, además,

EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE E IMPLICACIONES ECONÓMICAS (cont.)

tenderá *ceteris paribus* a ser más elevado, como por amortización del principal, lo que puede detraer recursos para financiar nuevas inversiones o para hacer contrataciones adicionales de trabajadores. Estos efectos contractivos tenderán a aliviarse en la medida en que las empresas puedan recuperar con prontitud los niveles de actividad previos a la crisis, ya que les permitiría volver a generar excedentes con los que reducir progresivamente sus niveles de deuda.

Dadas las proyecciones macroeconómicas actuales, que apuntan a que el nivel de PIB previo a la crisis no se alcanzaría antes de 2022, presumiblemente no todas las empresas podrán recuperar, al menos en el corto plazo, un nivel de actividad similar al que tenían antes de la pandemia. Las compañías que experimenten una recuperación de la actividad más débil o aquellas que hayan acumulado un volumen muy elevado de deuda podrían encontrarse con dificultades para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Para las empresas en esta situación que no presenten problemas de viabilidad empresarial a largo plazo, la

reestructuración de su deuda (mediante carencias, alargamientos de los plazos de devolución, quitas o la conversión de la deuda en acciones) podría ser una alternativa factible. Aunque esta vía supone la materialización de pérdidas para los acreedores, en muchos casos, estas serían probablemente más acotadas que las que experimentarían con la liquidación empresarial. Por otra parte, la supervivencia de la empresa evita el coste económico que supondría su cierre en términos de pérdidas de empleo y tejido productivo.

Por el contrario, aquellas otras compañías con problemas de viabilidad se verán abocadas al cierre y a la liquidación de sus activos. Ello supondrá un coste a corto plazo tanto para los acreedores, que harán frente a pérdidas, como para la economía en su conjunto por la destrucción de empleo y de tejido productivo. Una pronta resolución de estos procesos será beneficiosa para el crecimiento económico a largo plazo al facilitar una reasignación de los recursos hacia las empresas más productivas o con mayor potencial de crecimiento.

EVOLUCIÓN DE LAS MORATORIAS CREDITICIAS Y ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS BENEFICIARIOS Y DE SU POTENCIAL EFECTO SOBRE LA MOROSIDAD

Entre las medidas de apoyo aprobadas para hacer frente al impacto social y económico de la pandemia, destacan las moratorias de deudas hipotecarias y de otros contratos de crédito, que dejan en suspenso el pago del principal y/o los intereses de dichas operaciones crediticias. En este Recuadro se describe la evolución de las moratorias desde su aprobación¹, se realiza un análisis econométrico de las características de los beneficiarios de las moratorias sobre hipotecas, y, finalmente, se realiza un análisis contrafactual sobre la ratio de morosidad que hubieran tenido los bancos bajo el supuesto extremo de que no se hubiera aprobado la medida y todos los préstamos acogidos a moratorias hubieran resultado impagados. Este Recuadro también permite cumplir con la recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, JERS, de mayo de 2020².

Hasta la fecha, se han aprobado cinco tipos diferentes de moratorias: i) moratorias legales para deudas con garantía hipotecaria³ y ii) para las obligaciones derivadas de los contratos de crédito sin garantía hipotecaria⁴, iii) régimen especial para los acuerdos de moratoria sectoriales alcanzados entre las entidades prestamistas y sus clientes⁵, tanto para crédito hipotecario como no hipotecario, iv) moratoria específica del sector turístico⁶ y v) moratoria específica del sector del transporte público de mercancías y discrecional de viajeros en autobús⁷.

En el gráfico 1, se muestra cómo el número acumulado de solicitudes de moratoria ha crecido en el tiempo, con la tasa de aceptación manteniéndose en niveles elevados

desde mayo. Hasta finales de septiembre se habían solicitado más de 1.507.000 moratorias, de las que se han concedido más del 89 %. Este porcentaje tan elevado de aceptación es generalizado entre entidades. Las moratorias legales hipotecarias crecieron muy rápido al principio, pero desde mayo, menos de dos meses después de su aprobación, se han estabilizado las solicitudes acumuladas. En cuanto a las moratorias legales de crédito no hipotecario, las solicitudes siguieron creciendo a buen ritmo hasta el mes de junio. Finalmente, las moratorias sectoriales, que fueron aprobadas más tarde, han crecido más que las moratorias legales y todavía no se han estabilizado, superando las 787.000 solicitudes a finales de septiembre y con una elevada tasa de aceptación del 92,5 %⁸.

En términos del saldo vivo pendiente de amortización de los préstamos suspendidos, se observa que las moratorias hipotecarias han suspendido el pago de operaciones por más de 20.500 millones de euros, muy por encima de los casi 3.000 millones de las moratorias para crédito no hipotecario, pero por debajo del saldo suspendido de las moratorias sectoriales que alcanzan los 28.700 millones de euros (véase gráfico 2). En conjunto, el saldo vivo de los préstamos suspendidos mediante todos los tipos de moratorias⁹ supera los 52.000 millones de euros. Esto supone un 7,9 % del *stock* total de crédito actualmente en balance concedido por las entidades de crédito españolas en las carteras de préstamos que pueden acogerse a moratorias y un 4,7 % del crédito bancario al sector privado no financiero.

1 Para un análisis complementario del programa de moratorias, véase el Recuadro 2 del artículo del Boletín Económico del Banco de España: «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero».

2 Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 27 de mayo de 2020 sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia del Covid-19.

3 Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19.

4 Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al Covid-19.

5 Real Decreto-ley 19/2020, de 26 de mayo, por el que se adoptan medidas complementarias en materia agraria, científica, económica, de empleo y Seguridad Social y tributarias para paliar los efectos del Covid-19.

6 Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio, de medidas urgentes para apoyar la reactivación económica y el empleo.

7 Real Decreto-ley 26/2020, de 7 de julio, de medidas de reactivación económica para hacer frente al impacto del Covid-19 en los ámbitos de transportes y vivienda.

8 Para los dos últimos tipos de moratorias referidos al sector turístico y al sector del transporte, el número de solicitudes y concesiones es muy inferior. En particular, el número de solicitudes de moratoria legislativa para el sector turístico a finales de septiembre se situaba en 816, de las cuales se había dado curso a 376. Por su parte, las solicitudes de moratoria legislativa referida al transporte ascendían a 1.170, habiéndose dado curso a 818.

9 Como se ha comentado, las solicitudes y concesiones de los dos últimos tipos de moratorias son muy inferiores, de modo que el saldo vivo de los préstamos suspendidos por la moratoria del turismo se sitúa en 575 millones de euros y el de la moratoria del transporte en 62 millones de euros.

EVOLUCIÓN DE LAS MORATORIAS CREDITICIAS Y ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS BENEFICIARIOS Y DE SU POTENCIAL EFECTO SOBRE LA MOROSIDAD (cont.)

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO ACUMULADO DE SOLICITUDES Y DE LA TASA DE ACEPTACIÓN POR TIPO DE MORATORIA (a) (b)

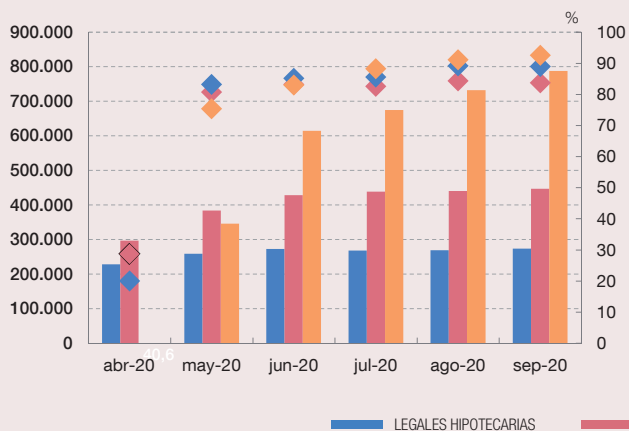
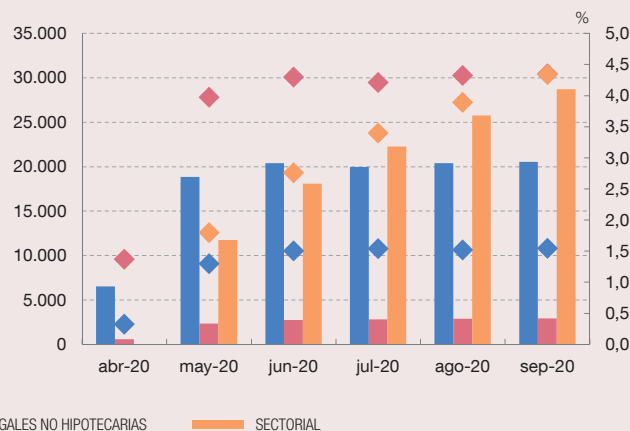


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DEL IMPORTE DE LAS MORATORIAS Y DE SU PROPORCIÓN SOBRE EL TOTAL DE CRÉDITO ADMISIBLE EN ESTOS PROGRAMAS (c) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El número de solicitudes y la tasa de aceptación de las moratorias legales con garantía hipotecaria en julio fue ligeramente inferior con respecto a junio debido a que las entidades eliminaron en ese mes de sus datos reportados los desistimientos por parte de sus clientes en solicitudes previamente realizadas.
- b Para cada programa de moratoria se indica mediante la barra el número de solicitudes acumulado (eje izquierdo) y mediante el rombo (eje derecho) el porcentaje aprobado sobre ese volumen acumulado.
- c Para cada programa de moratoria se indica mediante la barra el volumen de crédito acogido al mismo (eje izquierdo) y mediante el rombo (eje derecho) el porcentaje que este representa sobre el total de crédito de toda la cartera que puede acogerse a moratorias (e. g., el porcentaje que las moratorias legales hipotecarias representan sobre el total de crédito hipotecario a personas físicas).
- d El saldo vivo pendiente de amortización y el porcentaje sobre el saldo total de las moratorias legales con garantía hipotecaria fue ligeramente inferior en julio respecto a junio debido a que las entidades eliminaron de sus datos reportados los desistimientos por parte de sus clientes en solicitudes previamente realizadas.

Para caracterizar el tipo de hogar que ha accedido a alguno de los dos tipos de moratoria hipotecaria (legal y sectorial), se ha llevado a cabo un análisis econométrico con datos de abril a julio de 2020. En el estudio, se ha utilizado información a nivel de hipoteca a partir de los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIR) y se ha estimado un modelo de probabilidad lineal con más de 5,3 millones de observaciones, correspondientes a las hipotecas en vigor.

La variable dependiente del estudio es el acceso a los programas de moratoria y las variables explicativas incluyen características del prestatario (incluida la situación económica de la región en que reside), del contrato de hipoteca y de la entidad bancaria prestamista. En concreto, se han empleado la renta media del hogar, a partir de información del INE a nivel de código postal para 2016, la edad media del cabeza de familia, su historial crediticio, su deuda bancaria total sobre la renta en 2019, la profesión del cabeza de familia o el sector en caso de ser autónomo, entre otras variables explicativas. Por su parte, la información relativa a la operación recoge el servicio de la deuda sobre la renta en el momento de la

concesión, si la operación está avalada y el plazo. Además, a nivel regional se ha controlado por el impacto en el empleo de la pandemia a través del porcentaje de trabajadores en ERTE y de la tasa de paro (obtenidas a partir del SEPE). Por último, para contrastar si ha habido heterogeneidad a nivel de banco se ha controlado por el tamaño de la entidad, su ratio de apalancamiento, liquidez, rentabilidad (ROA) y ratio de mora, entre otros factores.

Los resultados muestran de forma muy robusta que los hogares más desfavorecidos o más vulnerables, ya antes de la pandemia, son los que en mayor medida han recurrido a las moratorias. En este sentido, no debe olvidarse que la concesión de las moratorias está condicionada al cumplimiento de ciertos requisitos que tienen que ver tanto con la capacidad adquisitiva del individuo antes de la pandemia como con el impacto que esta ha tenido en su situación económica. Así, los hogares de menor renta, con peor historial de crédito o en situación de morosidad, con mayor volumen de deuda sobre renta en 2019, con un valor más elevado del servicio de la deuda de la hipoteca (en el momento de la concesión) y con avalistas asociados, son los que

EVOLUCIÓN DE LAS MORATORIAS CREDITICIAS Y ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS BENEFICIARIOS Y DE SU POTENCIAL EFECTO SOBRE LA MOROSIDAD (cont.)

presentan más probabilidad de acceder a una moratoria en la hipoteca.

Si se miden las diferencias entre hogares en los quintiles 1 y 5 de la distribución en términos del peso de la deuda bancaria sobre la renta media a finales de 2019 (véase gráfico 3), se observa un aumento de la probabilidad de estar acogido a una moratoria de 5,8 pp para los hogares más endeudados. Además, estas diferencias en términos de probabilidad de acceso a las moratorias se refuerzan al considerar también los distintos niveles de renta y capacidad de servicio de deuda de los hogares (véanse gráficos 4 y 5). El modelo de regresión confirma que es significativa la sensibilidad de la participación en las moratorias a la situación financiera de los hogares, consistente con este análisis descriptivo. Utilizando el modelo de regresión, se mide también el impacto de otras variables explicativas. Por ejemplo, si el hogar tenía un préstamo al consumo en diciembre de 2019, la probabilidad de acceso a una moratoria hipotecaria crece en un 29 %. Por su parte, tener un mal historial de crédito pasado o actual puede llegar a doblar dicha probabilidad, mientras que si la hipoteca está avalada la probabilidad aumenta en un 19 %

Además, los autónomos acceden a moratorias un 58 % más que los asalariados. Dentro de los trabajadores por cuenta ajena, los funcionarios y los empleados del grupo bancario son los que menos moratorias solicitan, seguidos de los pensionistas. Y dentro de los autónomos, los que más son aquéllos que pertenecen al sector de hostelería, transporte, comercio y otros servicios.

Asimismo, en las regiones con mayor incidencia de la pandemia en el empleo, la probabilidad de que las hipotecas sobre viviendas localizadas en ellas hayan aplazado sus pagos es mayor. Por ejemplo, un 21 % (32 %) superior para el porcentaje de trabajadores en ERTE (en paro), comparando el tercer cuartil de la distribución provincial con respecto al primer cuartil.

Por último, en cuanto a las características del banco, aparecen como factores significativos su tamaño y la ratio de dudosos, indicando que la proporción de moratorias entre los bancos más grandes o con más dudosos es mayor que entre los más pequeños o con menos dudosos: un 35 % (10 %, respectivamente) superior comparando los bancos en el tercer cuartil de la distribución con los del primer cuartil.

Por tanto, los resultados empíricos indican que los hogares más vulnerables han sido los que más han recurrido a las moratorias, de acuerdo con la finalidad de estos programas, lo que hace prever que una vez terminado el periodo de carencia exista un riesgo elevado de que dichos hogares pasen a una situación de dudosa si no se ha normalizado la actividad económica.

Dados los resultados del análisis econométrico, se plantea el ejercicio contrafactual de medir el impacto que hubiera tenido lugar en la ratio de crédito dudoso de las entidades bajo el supuesto extremo de que el volumen total de los créditos acogidos a moratorias se hubiera convertido en impagos. En concreto, dado dicho volumen, la ratio de dudosos del negocio en España prácticamente se habría doblado, alcanzando un nivel cercano al 9 % (véase gráfico 6). El volumen de activos dudosos se habría incrementado bajo estos supuestos en torno a un 100 %, situándose en una cifra ligeramente por encima de los 100 mil millones de euros. Este análisis contrafactual intenta estimar una cota superior al impacto del programa de moratorias sobre la morosidad, ya que la probabilidad de impago de los préstamos hipotecarios acogidos a moratorias sería plausiblemente muy elevada en ausencia de estas, pero no llegaría a ser del 100 % y, presumiblemente, se reducirá sustancialmente con la progresiva recuperación económica.

En resumen, los programas de moratorias se han desplegado con una rapidez notable, alcanzado a una fracción significativa de préstamos a personas físicas, con y sin garantía hipotecaria, y concentrándose en los hogares más vulnerables antes de la pandemia y que más se han visto impactados por ella. Estas características hacen que el programa haya tenido un impacto significativo a corto plazo para aliviar la situación económica de los hogares más desfavorecidos y para contener la morosidad bancaria, en particular en el segmento de crédito a hogares. De cara al futuro, es necesario una adaptación prudente y ordenada de estos programas al desarrollo de la situación económica para evitar que una retirada brusca precipite los potenciales episodios de crisis de liquidez que motivaron su implementación en primer lugar. En este sentido, la información disponible muestra que buena parte de los acreditados acogidos a las moratorias legales, cuya duración era de tres meses, las están transformando a su vencimiento en moratorias sectoriales, con una duración de hasta un año.

EVOLUCIÓN DE LAS MORATORIAS CREDITICIAS Y ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS BENEFICIARIOS Y DE SU POTENCIAL EFECTO SOBRE LA MOROSIDAD (cont.)

Gráfico 3
PORCENTAJE EN 2019 DE HIPOTECAS EN MORATORIA POR QUINTILES DE RATIO DBT/RM (a) (b)

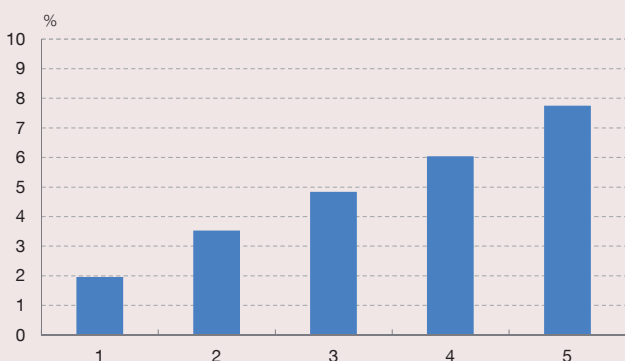


Gráfico 4
PORCENTAJE EN 2019 DE HIPOTECAS EN MORATORIA POR QUINTILES DE RATIO DBT/RM Y RENTA MEDIA DEL HOGAR (b) (c)

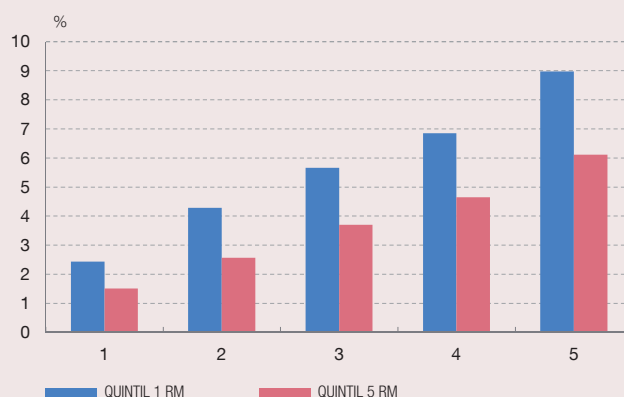


Gráfico 5
PORCENTAJE EN 2019 DE HIPOTECAS EN MORATORIA POR QUINTILES DE RATIO DBT/RM, RENTA MEDIA DEL HOGAR Y SERVICIO DE LA DEUDA HIPOTECARIA (b) (d)

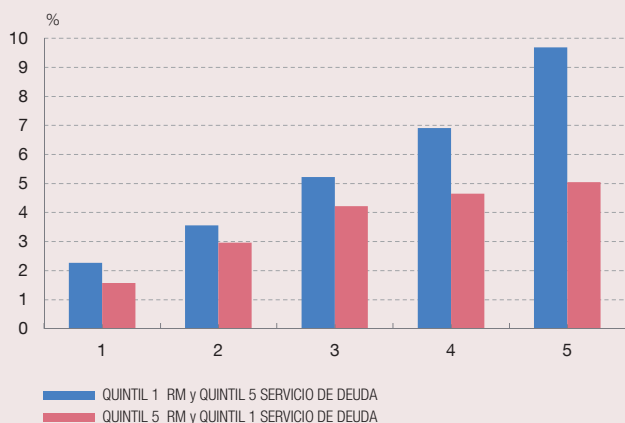
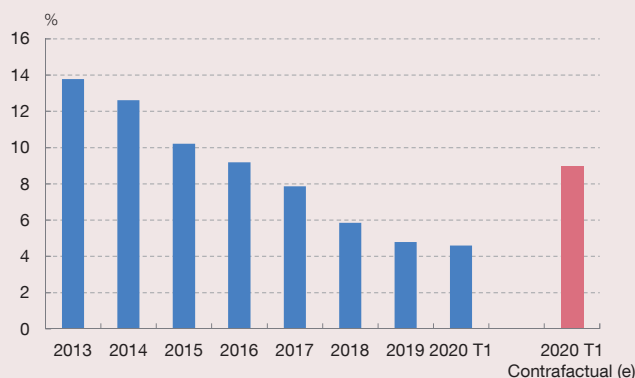


Gráfico 6
RATIO DE CRÉDITO DUDOSO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE: DATOS 2013-2020 Y CONTRAFACULTAL EN AUSENCIA DE MORATORIAS E IMPAGOS MÁXIMOS EN 2020 T1



FUENTE: Banco de España.

- a Para la ratio DBT/RM de deuda bancaria total (DBT) en 2019 sobre renta media (RM) del hogar se han calculado los quintiles de dicha distribución, y para cada uno de ellos se muestra el porcentaje de hipotecas acogidas a moratoria sobre el total de hipotecas del sistema correspondiente a hogares de ese quintil.
- b Renta media del hogar (RM) calculada a partir de los datos del INE de 2016 a nivel de código postal del inmueble hipotecado.
- c Para la ratio DBT/RM de deuda bancaria total (DBT) en 2019 sobre renta media (RM) del hogar se han calculado los quintiles de dicha distribución, y para cada uno de ellos se muestra el porcentaje de hipotecas acogidas a moratoria sobre el total de hipotecas del sistema correspondiente a hogares de ese quintil, que se sitúan además en el primer (barras azules) y quinto (barras rojas) quintil de la distribución de renta media (RM).
- d Para la ratio DBT/RM de deuda bancaria (DBT) en 2019 sobre renta media (RM) del hogar se han calculado los quintiles de dicha distribución, y para cada uno de ellos se muestra el porcentaje de hipotecas acogidas a moratoria sobre el total de hipotecas del sistema correspondiente a los hogares de ese quintil, que se sitúan además en el primer quintil de la distribución de renta media y quinto de servicio de la deuda (barras azules) y quinto quintil de la distribución de renta y primero de la de servicio de la deuda (barras rojas).
- e La ratio de dudosos contrafactual se calcula asumiendo la ausencia del programa de moratorias y que todos los préstamos acogidos al mismo son clasificados como dudosos (un supuesto extremo ya que no necesariamente la probabilidad de impago de estos préstamos es igual a 1).

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

En este capítulo, se analiza la situación y perspectiva del sector bancario y del resto de intermediarios financieros tras los primeros meses desde la irrupción de la pandemia. El impacto financiero inicial de la misma se ha visto amortiguado por la respuesta de la política económica, en particular, los programas de apoyo al crédito y la política monetaria expansiva. En este contexto, el crédito bancario ha crecido desde finales de marzo, y el volumen de préstamos dudosos ha presentado por el momento un aumento moderado. Sin embargo, las dotaciones ya realizadas anticiparían un peor comportamiento futuro y han contribuido a la caída observada de la rentabilidad bancaria en el primer semestre de 2020. La solvencia del sector ha aumentado ligeramente, apoyada por los cambios en la regulación europea sobre los requerimientos de capital. Los resultados de las pruebas de resistencia realizadas muestran que los bancos españoles presentarían una elevada capacidad agregada de absorción de pérdidas en el escenario central, que se ha visto notablemente reforzada por las medidas de apoyo implementadas. No obstante, el consumo de capital sería sensiblemente superior al de ejercicios recientes, dada la severidad de los escenarios macroeconómicos que ha planteado la crisis sanitaria, tanto en España como a escala global. Por lo que respecta al sector financiero no bancario, al inicio de la crisis, se observaron también ciertas tensiones que afectaron a los fondos de inversión, con retiradas significativas, habiéndose normalizado con posterioridad.

2.1 Las entidades de depósito

2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

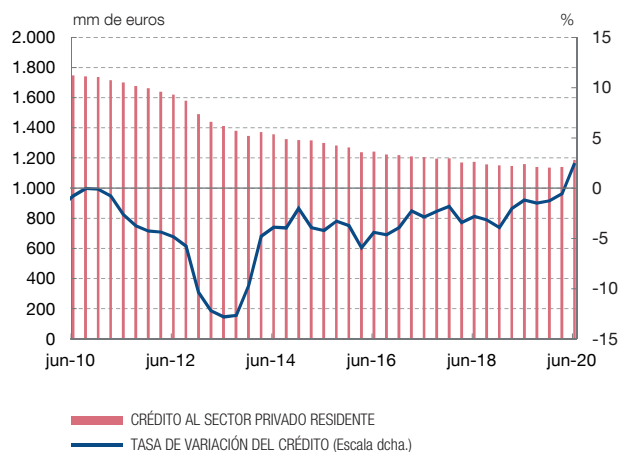
Riesgo de crédito

El crédito en España se incrementó en 2020 por primera vez desde la crisis financiera de 2008, siendo notable el flujo de crédito nuevo a las actividades productivas, apoyado por las medidas establecidas para mitigar el efecto de la pandemia. El saldo vivo del crédito concedido por las entidades de depósito en España experimentó un crecimiento del 2,5 % en términos interanuales en el mes de junio (véase gráfico 2.1). A finales del mes de marzo, tras las medidas de confinamiento de la población, el repunte se produjo, en buena medida, por el uso de líneas de crédito por parte de las grandes empresas. En el segundo trimestre, el factor fundamental del alza del crédito fue la activación progresiva de la línea de avales públicos, que favoreció especialmente a las pymes. De hecho, de los 174 mm de euros de volumen dispuesto que se prestaron entre

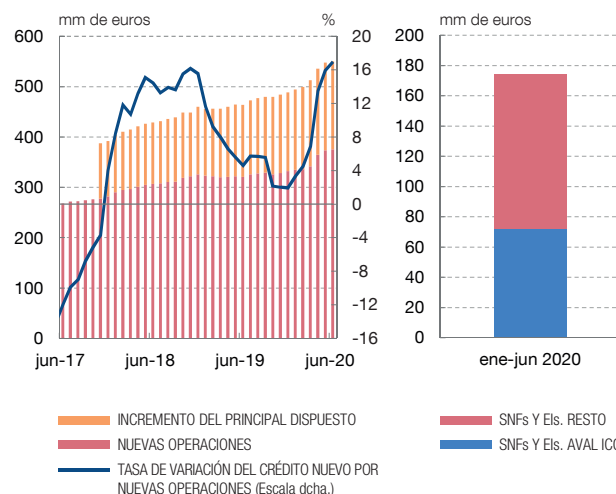
DEBIDO A LAS IMPLICACIONES DE LA CRISIS DEL COVID-19, EL CRÉDITO SE HA INCREMENTADO EN TÉRMINOS INTERANUALES POR PRIMERA VEZ DESDE EL FINAL DE LA CRISIS FINANCIERA

El crédito se ha incrementado en el último año un 2,5 %, algo que no sucedía desde el final de la crisis financiera de 2008. La utilización de las líneas de crédito en el primer trimestre, y el programa de avales públicos gestionados por el ICO en el segundo, han contribuido a sostener el crédito en este periodo, mitigando el efecto negativo de la crisis del Covid-19 sobre la economía real. Una parte significativa del crédito nuevo concedido a actividades productivas durante la primera mitad del año (aproximadamente el 41 %) estuvo avalado por el Estado.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL NEGOCIOS EN ESPAÑA, DI



2 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL. HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a) (b) Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

- a Con anterioridad a 2017 no se disponía de información sobre el incremento de principal dispuesto de las operaciones ya existentes, por lo que el primer dato de esta serie, acumulada en doce meses, se representa en diciembre de dicho año. La tasa de variación que se muestra sólo hace referencia a las nuevas operaciones.
- b El panel auxiliar derecho muestra el crédito dispuesto correspondiente a nuevas operaciones (excluyendo incrementos de principal dispuesto) de sociedades no financieras y empresarios individuales entre enero y junio, distinguiendo la porción cubierta por el programa de avales del ICO.

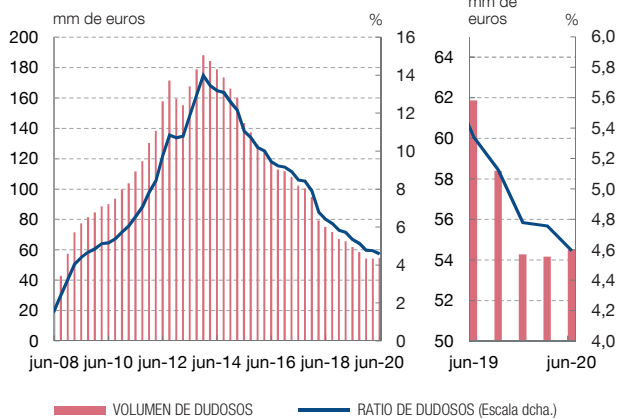
diciembre de 2019 y junio de 2020 a empresas no financieras y empresarios individuales a través de nuevas operaciones, 71,5 mm de euros (41 %) están avalados por este programa¹. Esta medida ha sido clave para la mitigación de los efectos sobre las empresas de la pandemia y, por lo tanto, sobre la actividad económica en España. Es necesario tener en cuenta que parte de este crédito está siendo mantenido como colchones de liquidez que, mientras no sean utilizados, implican un menor crecimiento del endeudamiento neto (véase sobre esto también la subsección 1.3.1 y la de condiciones de financiación y liquidez más adelante en este capítulo). Los depósitos del sector empresarial no financiero en ED se incrementaron de hecho en casi 32 millones de euros entre marzo y junio de 2020, con un crecimiento

1 De acuerdo con la información actualizada a fecha de cierre de este IEF, el volumen de financiación de la línea de avales del ICO ascendió en junio de 2020 a 87 mm de euros, de los que 71,5 mm de euros correspondían a importes dispuestos, siendo el resto disponible. La incorporación de información más completa sobre esta línea de financiación lleva a elevar el importe de dispuesto desde la cifra de 62 mm estimada anteriormente y publicada en el artículo analítico del Boletín Económico del Banco de España (4/2020), «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», hasta la actual.

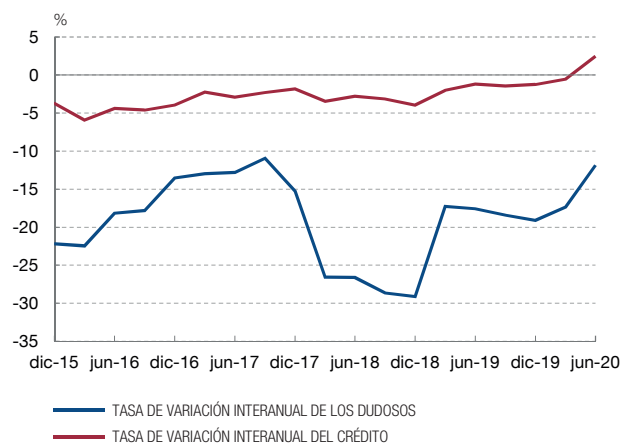
LA RATIO DE DUDOSOS SIGUIÓ DESCENDIENDO, DEBIDO A LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO TOTAL, MIENTRAS QUE LAS REFINANCIACIONES MODERARON SU CAÍDA

Si bien en el último año la ratio de dudosos ha continuado descendiendo, desde el comienzo de la pandemia de Covid-19 se ha observado un cambio de dinámica en el numerador y en el denominador. Si antes la caída de la ratio se basaba en un fuerte descenso de los dudosos y uno más moderado del crédito, ahora se apoya en un repunte significativo del crédito, que más que compensa la moderación del descenso interanual del crédito dudoso y su leve repunte intertrimestral. Las refinanciaciones moderaron su ritmo de descenso y es previsible que continúen haciéndolo debido a los efectos de la pandemia.

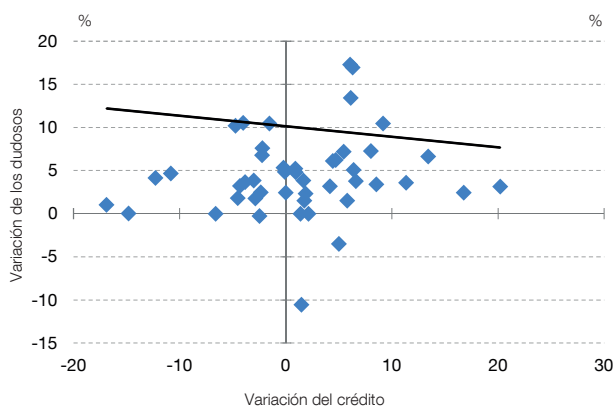
1 DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI



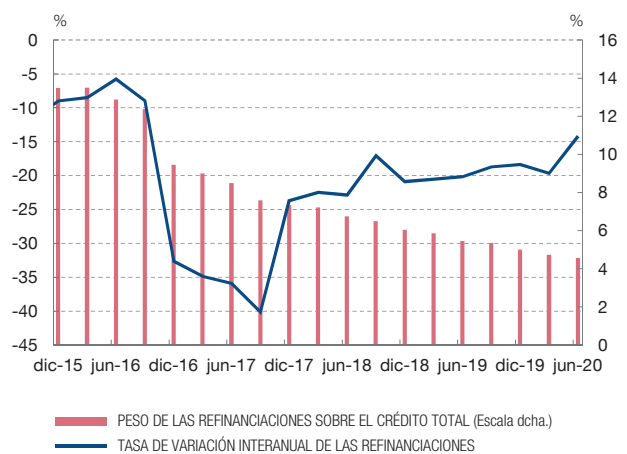
2 EVOLUCIÓN DE NUMERADOR Y DENOMINADOR DE LA RATIO DE DUDOSOS
Negocios en España, DI



3 DISPERSIÓN EN LAS VARIACIONES DE CRÉDITO Y DUDOSOS ENTRE
DICIEMBRE DE 2019 Y JUNIO DE 2020
Negocios en España, DI



4 REFINANCIACIONES DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

intertrimestral del 12,1 %. Por el contrario, el crédito a hogares intensificó en alguna medida su tendencia descendente, con un freno significativo del crédito al consumo². Como se indicaba en el capítulo 1, los hogares también han aumentado sus depósitos con ED, pero no necesariamente de forma homogénea.

2 Para un análisis detallado de la evolución sectorial del crédito, véase el artículo del Boletín Económico del Banco de España de 4/2020 *Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero*.

La pandemia de Covid-19 está impactando de forma muy adversa en la actividad económica, pero, por el momento esto sólo se ha trasladado moderadamente a la evolución de los dudosos. El freno de la actividad podría traducirse en un importante deterioro de la solvencia de los hogares y las sociedades no financieras, que afectaría a su capacidad de repago de los compromisos con entidades financieras. Sin embargo, el moderado aumento de dudosos observado hasta ahora (véase gráfico 2.2) se debería, por un lado, a las mencionadas medidas para mitigar los efectos de la crisis y, por otro, a que existe un cierto decalaje desde que se deterioran las condiciones financieras de los prestatarios hasta que se impaga un crédito y se clasifica como dudoso.

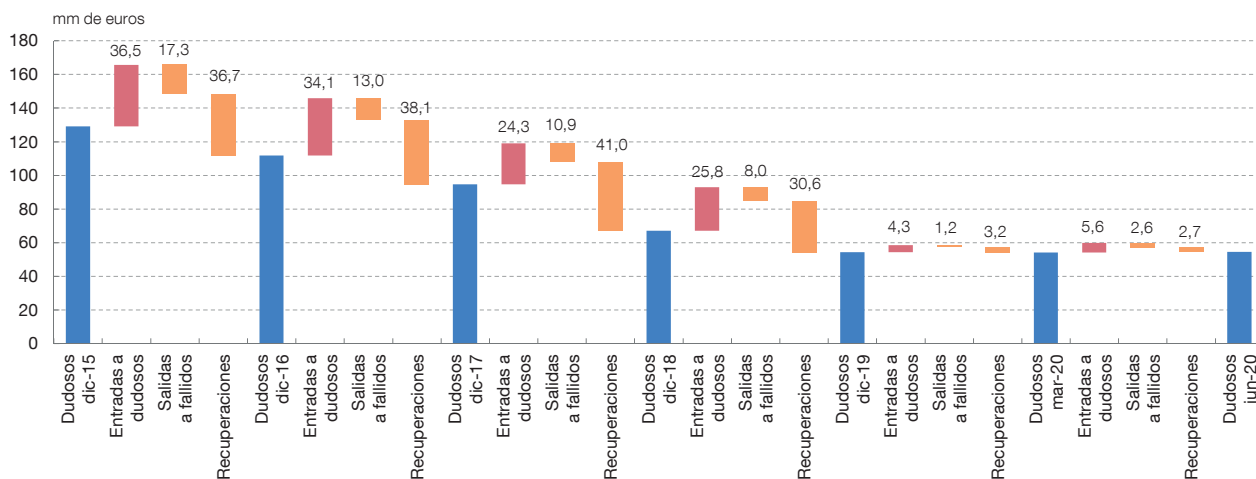
La ratio de dudosos de los préstamos al sector privado residente del negocio en España continuó descendiendo, pero a un ritmo más moderado del que se venía observando en los últimos años. Además, los determinantes de su evolución han invertido su comportamiento. En los últimos años, la evolución a la baja de la ratio de dudosos se basaba en fuertes descensos del volumen de dudosos (el numerador de la ratio), que más que compensaban las reducciones, de menor intensidad, en el total crédito (el denominador, véase gráfico 2.2). Desde diciembre de 2019, los dudosos han frenado su descenso, registrando ya un leve repunte en el segundo trimestre de 2020. No obstante, el avance del crédito comentado anteriormente, ha permitido que la ratio siga descendiendo. Es factible que el crédito presente un comportamiento menos expansivo en la segunda mitad de 2020 y el deterioro de la calidad crediticia se materialice en mayor grado, lo que presionaría al alza la ratio de dudosos. Es necesario tener en cuenta que tanto el programa de avales del crédito a empresas, como los programas de moratorias de préstamos fueron desplegados con rapidez en los trimestres previos, y no cabe esperar el mismo ritmo de expansión en lo que resta de año. Por su parte, los créditos refinanciados o reestructurados continuaron descendiendo en términos interanuales, si bien a tasas cada vez más reducidas. En los últimos 12 meses, los activos adjudicados descendieron en más de 11,6 mm de euros (-28,9%). En esta crisis, presumiblemente, los activos inmobiliarios representarán un porcentaje menor del conjunto de activos problemáticos que en la crisis financiera global, y se concentrarán en mayor medida en las exposiciones a pymes de los sectores más impactados por la pandemia.

En la primera mitad de 2020, y especialmente en el segundo trimestre, las entradas de dudosos no han podido ser compensadas totalmente por las recuperaciones y salidas a fallidos (véase gráfico 2.3). Esto contrasta con la evolución observada desde el final de la crisis financiera de 2008, de acuerdo con la que las recuperaciones y salidas a fallidos habían compensado con creces las entradas que se producían en la categoría de dudosos en cada periodo, lo que se había traducido en un constante descenso del *stock* de créditos dudosos en España. La crisis actual podría provocar un incremento adicional de los flujos de entrada en dudosos en los próximos trimestres, lo que se uniría a una mayor dificultad por parte de las entidades para liquidar este tipo de activos problemáticos mediante operaciones de venta.

Gráfico 2.3

DEBIDO A LA PANDEMIA, LAS RECUPERACIONES Y LAS SALIDAS A FALLIDOS NO HAN LLEGADO A COMPENSAR LAS NUEVAS ENTRADAS EN DUDOSOS, AL CONTRARIO DE COMO VENÍA SUCEDIENDO DESDE 2013 (a)

En los últimos años, las nuevas entradas en dudoso habían sido compensadas con creces por las salidas a fallidos y las recuperaciones de créditos, lo que había llevado al saldo de dudosos a descender de forma continuada. En los dos últimos trimestres, sin embargo, esto no se ha producido, por lo que el volumen de dudosos se ha estabilizado. Pese a que las entradas en dudoso no se han incrementado de forma sustancial en este periodo, sí se han frenado notablemente las salidas de créditos a fallidos y también las recuperaciones.



FUENTE: Banco de España.

a Junto a las barras aparece el importe, en mm de euros, de cada flujo de entrada o salida de dudosos. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal, como activos adjudicados o posibles ventas de la cartera de dudosos a terceros.

El activo consolidado de las entidades de depósito españolas se expandió también de forma significativa en los últimos 12 meses, con un crecimiento interanual del 7 % (véase anejo 1). Este crecimiento fue, en primer lugar, el resultado del incremento de la actividad bancaria en España, donde los activos financieros (mayoritariamente, préstamos) aumentaron en junio de 2020 un 10,8 % en tasa interanual. Asimismo, los activos financieros en el extranjero, que suponen la mitad de los activos financieros consolidados, también crecieron, pero en menor medida (6 % en tasa interanual).

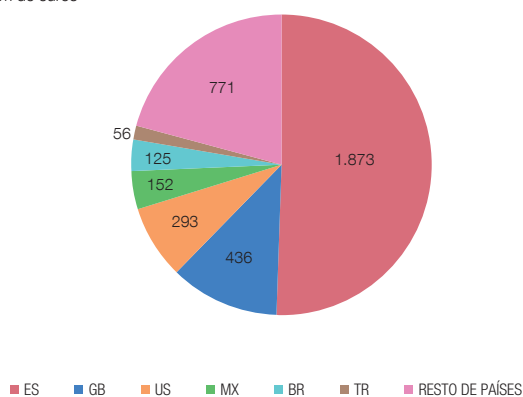
Al tratarse de una crisis global y con alto grado de sincronización, la diversificación exterior del negocio de los bancos españoles podría ser menos útil que en pasadas crisis para la contención y mitigación de los riesgos. La actividad bancaria en el extranjero de las entidades de depósito españolas continúa concentrada en Reino Unido, Estados Unidos, México y Brasil (véase gráfico 2.4). La expansión de la pandemia a nivel mundial ha deteriorado las expectativas de crecimiento económico, afectando de forma severa a algunas regiones con presencia significativa de los bancos españoles, lo que podría llevar a un mayor deterioro de la calidad de los activos bancarios. Como nota positiva, el negocio bancario en el extranjero afronta esta crisis con ratios de morosidad generalmente contenidas (2,9 % en promedio en junio de 2020, 5 pb menos que un año antes) excepto en Turquía (por encima del 7 %). El

LOS NEGOCIOS EN EL EXTRANJERO SUPONEN LA MITAD DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL, Y SE CONCENTRAN EN REINO UNIDO, ESTADOS UNIDOS Y LATINOAMÉRICA

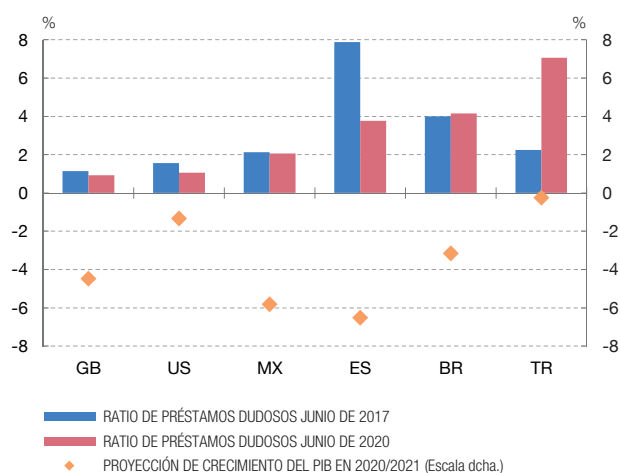
Los activos financieros en el exterior se concentran Reino Unido, Estados Unidos, México, y Brasil, que en junio de 2020 representaban casi un tercio del total de activos financieros de los bancos españoles, mientras que el negocio en España representaba aproximadamente el 50 % de estos. Los negocios en el extranjero se concentran en las entidades de mayor tamaño. La ratio de préstamos dudosos en España se situaba en junio de 2020 en un rango intermedio en relación a otras geografías significativas. A pesar de que en los últimos años las ratios de préstamos dudosos en el exterior se han mantenido estables (salvo en Turquía, donde se ha triplicado en los últimos tres años), el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas y la situación financiera de los agentes económicos podría provocar un marcado deterioro de la calidad de los activos.

1 ACTIVOS FINANCIEROS EN ESPAÑA Y EN EL EXTERIOR
Datos consolidados. Junio de 2020

mm de euros



2 RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS
Datos consolidados



FUENTES: Banco de España y Fondo Monetario Internacional (WEO de octubre de 2020).

Recuadro 2.1 presenta con mayor detalle la evolución de los sectores bancarios con actividad significativa de las filiales de bancos españoles.

Condiciones de liquidez y financiación

Los volúmenes adjudicados en las operaciones de financiación y la ampliación de los programas de compras han supuesto un aumento sustancial de la liquidez proporcionada por el Eurosistema (véase gráfico 2.5). Las condiciones más favorables³ para las operaciones de refinanciación a largo plazo (TLTRO III) han motivado que los bancos de la zona euro hayan acudido de forma generalizada a las últimas subastas realizadas en junio y septiembre, con una inyección neta de liquidez por este concepto de 706 mm de euros⁴. De esta forma, más del 80% del saldo vivo

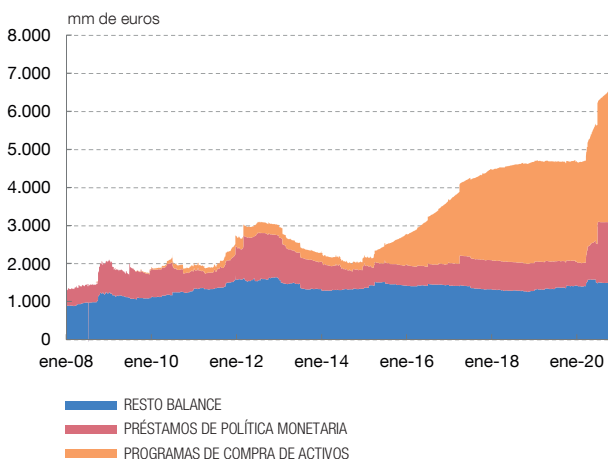
3 Según decisión del Consejo de Gobierno del BCE publicada el 30 de abril de 2020. Entre las condiciones, destaca una reducción del coste (en 50 pb) de las TLTRO III entre el 24 de junio de 2020 y el 23 de junio de 2021 y la ampliación del importe máximo a solicitar, que ha pasado del 30 % al 50 % sobre el stock de préstamos elegibles.

4 Se refiere al importe neto solicitado en la cuarta y quinta ronda de TLTRO III (+1.308 mm de euros y + 175 mm de euros) menos las amortizaciones de TLTRO II (-388 mm de euros) y menos la amortización de LTRO (-389 mm de euros).

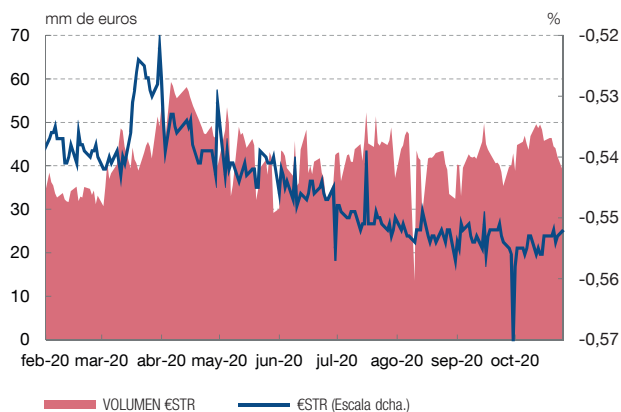
LAS OPERACIONES DE REFINANCIACIÓN DEL BCE Y LA AMPLIACIÓN DE SUS PROGRAMAS DE COMPRA HAN FACILITADO LA DISTENSIÓN EN LOS MERCADOS MONETARIOS

El balance del BCE se ha expandido a un ritmo sin precedentes, impulsado por el crecimiento de las operaciones de financiación y de los programas de compra de activos, alcanzando niveles máximos. Esta expansión ha moderado los tipos observados en los mercados monetarios y reducido las tensiones en los precios de las operaciones en divisas. En conjunto, las entidades bancarias europeas han incrementado sus reservas de liquidez y ha disminuido la percepción del riesgo de sus instrumentos de financiación.

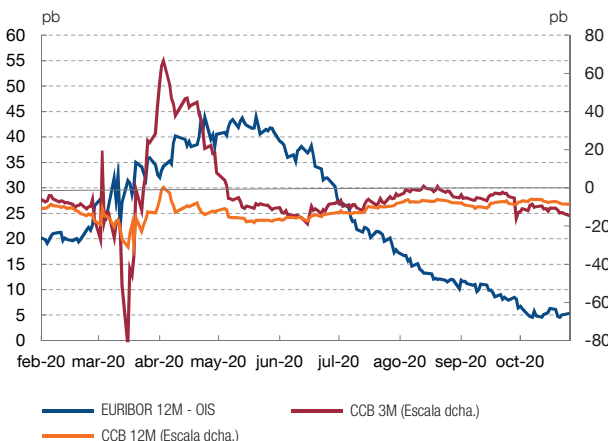
1 BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



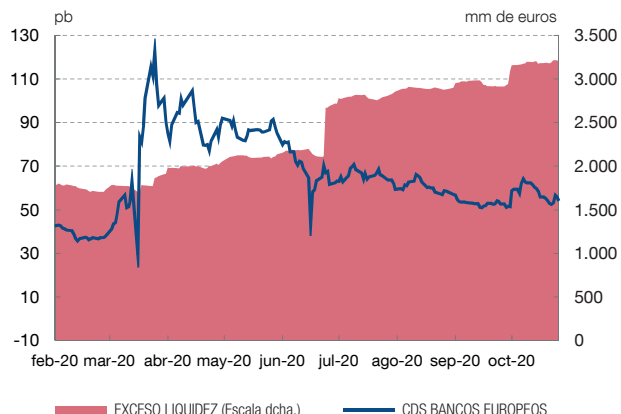
2 VOLÚMENES Y TIPOS €STR



3 DIFERENCIAL EURIBOR-OIS Y CROSS-CURRENCY BASIS (CCB) SWAP



4 LIQUIDEZ Y RIESGO DE CRÉDITO



FUENTES: Bloomberg, Dealogic, Eikon, Thomson Reuters y Banco de España.

de las operaciones de financiación ha quedado vinculado a las nuevas condiciones más favorables. Los bancos españoles, que ya habían obtenido un importante volumen de financiación a través de las TLTRO II, han refinanciado estas operaciones. Sin embargo, su participación en el total de la liquidez proporcionada por el Eurosistema ha descendido del 19 % al 15 %, por la mayor participación de otras jurisdicciones, donde el incremento relativo de la necesidad de recurso a la liquidez del BCE ha sido mayor que para las entidades españolas. Considerando el conjunto

de las distintas operaciones de refinanciación en euros, la financiación neta obtenida por las entidades europeas ha aumentado en 861 mm de euros⁵, hasta alcanzar un total de 1,75 bn de euros. El balance del BCE ha aumentado también como consecuencia de la dotación adicional⁶ de 120 mm de euros hasta final de año para los programas de compras y de la ampliación⁷ del programa PEPP hasta un total 1,35 bn de euros. Así, el incremento del saldo de los programas de compras ha sido de 709 mm de euros, hasta alcanzar un total de 3,5 bn de euros a la fecha de cierre de este IEF.

Las tensiones en los mercados monetarios en marzo⁸ de este año no se han vuelto a reproducir, a pesar de los rebrotes de la pandemia, observándose una reducción paulatina de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios. Así, el tipo no garantizado (€STR⁹) ha experimentado en los últimos meses una reducción continua, situándose actualmente en niveles inferiores a los observados antes de la irrupción del Covid-19 (véase gráfico 2.5).

La actuación de los bancos centrales ha contribuido a reducir el diferencial EURIBOR-OIS, que se sitúa en la actualidad en valores inferiores a los observados en febrero. La presión al alza sobre el Euribor existente al inicio de la pandemia ha disminuido por la recuperación del volumen negociado en los mercados monetarios a plazos mayores, así como por la disminución del riesgo de crédito bancario observado a través de los CDS bancarios¹⁰ y por la corrección de las tensiones en el mercado de divisas¹¹ (véase gráfico 2.5). En el mismo sentido, la activación de las líneas *swap* en dólares¹² supuso una reducción sustancial de las tensiones que había experimentado la financiación en esta moneda, pasando la

5 Se refiere a la variación de la financiación neta obtenida desde el último IEF, que ha aumentado por la inyección neta de las últimas dos rondas de TLTROIII (+706 mm de euros), por las cantidades adicionales solicitadas en la LTRO antes de su amortización (+132 mm de euros), por las PELTRO (+24 mm de euros) y por la MRO (+1 mm de euros) menos la amortización de LTRO (-1 mm de euros).

6 Según decisión del Consejo de Gobierno del BCE del día 12 de marzo de 2020.

7 Según decisión del Consejo de Gobierno del BCE del día 4 de junio de 2020.

8 Véase también IEF, [primavera 2020](#).

9 Se refiere a las operaciones utilizadas para el cálculo del €STR, que representa el coste de financiación de los bancos de la zona euro en las operaciones no garantizadas a un día. El tipo de interés €STR y volumen negociado es calculado y publicado cada día hábil por el BCE utilizando como base la información proporcionada por las 48 entidades de la zona euro que reportan a MMSR.

10 Calculada como el CDS medio para contratos de un plazo de 5 años para un conjunto de 18 entidades bancarias cotizadas de países de la zona euro, ponderando por la capitalización bursátil de cada entidad.

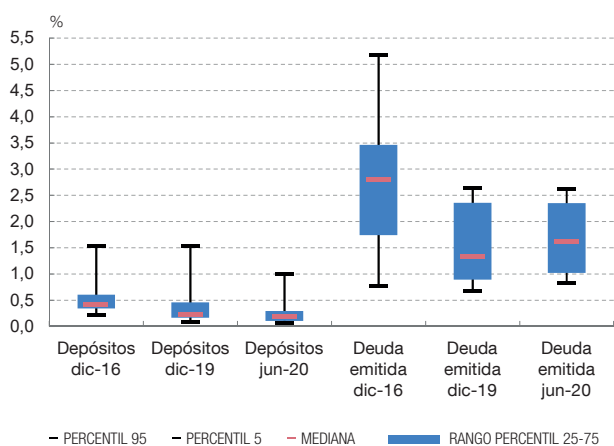
11 Se utiliza como referencia el *spread* del *cross-currency basis* (CCB) *swap* del USD frente al EURO, que mide la prima (positiva o negativa) requerida por la contraparte que ofrece los dólares. En este tipo de operaciones una parte obtiene dólares a cambio del mismo importe convertido a euros y debe pagar intereses según el tipo de referencia sobre el euro (generalmente Euribor), y la otra ofrece dólares a cambio de recibir intereses (USD Libor). Un valor negativo indica que financiarse directamente en dólares es más barato que hacerlo mediante un contrato *swap* mientras que un valor positivo indica que es más barato obtener euros y realizar un contrato *swap*.

12 El 15 de marzo el BCE anunció una acción coordinada con los Bancos Centrales de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Suiza y Japón para proporcionar financiación en dólares. Con esta medida se redujo el coste de la operación y se ampliaron los vencimientos de las transacciones, incluyendo el plazo de 84 días. Unos días más tarde (20 de marzo) se amplió la frecuencia (diaria) de las operaciones con un plazo de 7 días.

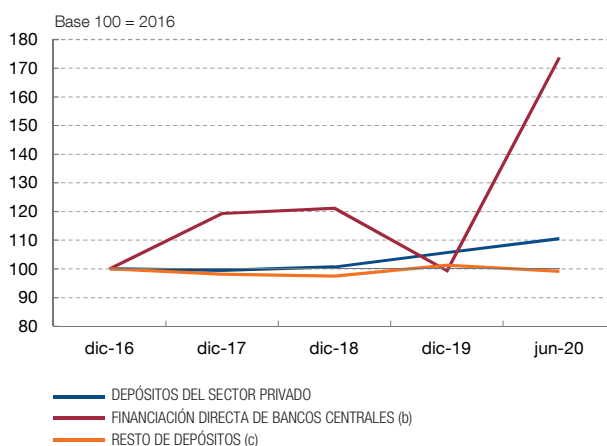
A PESAR DE QUE LOS COSTES DE PASIVO CONTINÚAN EN NIVELES MODERADOS, LA PANDEMIA HA PROVOCADO UN IMPACTO ADVERSO EN LA FINANCIACIÓN MAYORISTA, QUE SE HA VISTO ATENUADO POR LA INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

Las entidades de depósito españolas mantienen un coste del pasivo moderado tanto en depósitos (principal fuente de financiación), con tipos cercanos al 0 %, como en instrumentos de deuda emitida, cuyo coste se ha encarecido ligeramente desde el inicio de la pandemia (con un nivel mediano de 1,6 %, pero con heterogeneidad entre bancos, si bien la dispersión se ha reducido desde 2016). El volumen de financiación directa de bancos centrales en el pasivo del balance consolidado de las entidades de depósito españolas ha aumentado marcadamente en el primer semestre de 2020.

1 TIPOS DE DEPÓSITOS E INSTRUMENTOS DEUDA EMITIDA (a)
Datos consolidados



2 EVOLUCIÓN DE DEPÓSITOS Y FINANCIACIÓN DIRECTA DE BANCOS CENTRALES
Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la dispersión en el tipo de interés de los depósitos para las entidades de depósito españolas, y en el tipo de interés de valores representativos de deuda para aquellas entidades de depósito que los emiten.
b Incluye los préstamos recibidos de bancos centrales y operaciones de recompra con los mismos.
c Incluye los depósitos de entidades de crédito y administraciones públicas.

prima en contratos CCB *swap* del mínimo de -80 pb el 16 de marzo a situarse muy próximo a cero unos días más tarde¹³. Desde entonces, ha disminuido la frecuencia y el uso de las líneas *swaps* en dólares. Adicionalmente, el BCE ha facilitado de forma progresiva¹⁴ la provisión de euros mediante líneas *swaps* a otros bancos centrales.

A pesar de la pandemia, los costes de financiación de las entidades de depósito españolas se mantienen en niveles relativamente bajos. Los bajos tipos de interés han provocado una reducción del coste de financiación en los últimos años. A este entorno, se han sumado las medidas implementadas por las distintas autoridades y, especialmente el BCE, observándose en el primer semestre de 2020 una reducción del coste de los depósitos de las entidades y un comportamiento contenido del coste de la deuda emitida (véase gráfico 2.6).

13 Para mayor información, véase García-Escudero, E. E., y E. Sánchez Pérez, 2020, «Los *swaps* de divisas entre Bancos Centrales». Documento Ocasional, Nº 2025, Banco de España.

14 Estas líneas fueron activadas de forma progresiva con los Bancos Centrales de Dinamarca, Croacia, Bulgaria y Rumanía, los días 20 de marzo, 15 y 22 de abril y el 20 de agosto, respectivamente.

La financiación captada por las entidades de depósito españolas ha continuado aumentando en el primer semestre de 2020, especialmente por la mayor tasa de ahorro de los hogares y la acumulación de reservas de liquidez por parte de las empresas, asociadas a la incertidumbre económica existente. El incremento del *stock* de depósitos hasta junio de 2020 ha sido del 9,1 % en tasa interanual (frente al 2,4 % registrado un año antes). La financiación minorista (depósitos de hogares y empresas) continúa siendo la principal fuente de financiación de las entidades de depósito españolas, y alcanza el 87 % del pasivo. Este aumento de los depósitos de hogares y empresas implica una moderación del endeudamiento neto de los mismos, a pesar del incremento de su recurso al crédito bancario recogido en la subsección anterior. Por otra parte, en buena medida como resultado de la política monetaria expansiva implementada por el BCE y otros bancos centrales, la financiación directa de bancos centrales ha aumentado en junio de 2020 en un 61,6 % en tasa interanual, hasta alcanzar los 336 mm de euros (véase gráfico 2.6).

2.1.2 Rentabilidad y solvencia

Rentabilidad

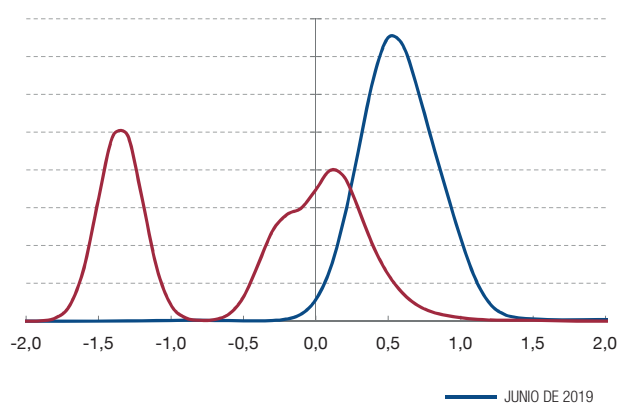
En la primera mitad del año 2020, el resultado neto consolidado del conjunto del sistema bancario español fue negativo por un importe de alrededor de 9.500 millones de euros. Esto supone un retroceso de casi 20 mil millones respecto a los beneficios registrados en junio de 2019, que se traduce en una rentabilidad sobre activos (ROA) del -0,5 % (1,1 pp menos que en junio de 2019) y una rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE) del -7,3 % (15 pp menos que un año antes). Las pérdidas se concentraron en las dos entidades de mayor tamaño debido sobre todo al deterioro no recurrente de los fondos de comercio de sus filiales en el extranjero, apunte contable que no tiene reflejo en los niveles de solvencia de estos bancos. De hecho, sin tener en cuenta el efecto del deterioro de estos fondos de comercio, el ROE del sector sería positivo y se situaría en el 2,1% (y el ROA en el 0,14%). Para el resto de entidades, la reducción del resultado neto fue de menor cuantía, manteniéndose en valores positivos en la mayoría de ellas, pero también significativa por la dotación de provisiones en anticipación de mayores deterioros financieros. En el gráfico 2.7 se muestra como, tanto para el ROA como para el ROE, la distribución de la rentabilidad bancaria en la primera mitad de 2020 se ha desplazado sensiblemente hacia la izquierda. Por su parte, el gráfico 2.8 muestra como la mayor parte de las entidades (más del 70%) han reducido su resultado neto respecto al año anterior, mientras que han aumentado sus activos totales medios (ATM).

El impacto de la pandemia en el margen de intereses y en las comisiones ha sido especialmente intenso en el segundo trimestre del año (véase gráfico 2.8). El margen de intereses y las comisiones se redujeron prácticamente en la misma medida, con caídas ligeramente por encima del 5 % en la primera mitad de 2020

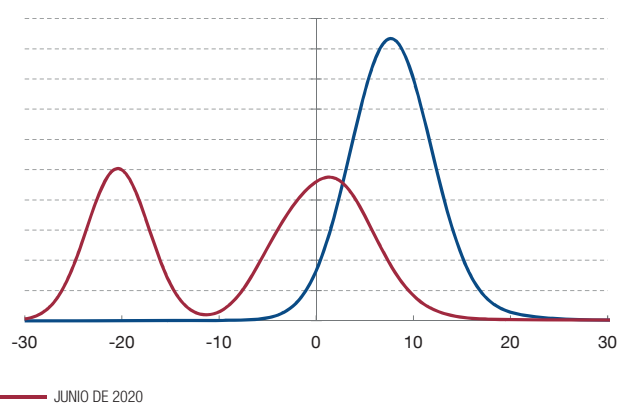
LA MAYORÍA DE ENTIDADES HA VISTO REDUCIDO SU RESULTADO NETO EN LA PRIMERA MITAD DE 2020

La realización de resultados contables netos negativos en la primera mitad de 2020 se concentra en las dos entidades de mayor tamaño del sistema. No obstante, la reducción del resultado entre junio de 2019 y junio de 2020 es generalizada entre entidades. La concentración de las entidades más grandes en valores más negativos de los resultados está explicada principalmente por el deterioro del fondo de comercio de varias de sus filiales.

1 DISTRIBUCIÓN DEL ROA (a)



2 DISTRIBUCIÓN DEL ROE (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los gráficos muestran la función de densidad de la rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio neto para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el importe de activos totales medios y patrimonio neto medio, respectivamente. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la misma, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

respecto al mismo período del año anterior (véase Anejo 2), debido sobre todo a lo ocurrido en los últimos tres meses. Como consecuencia de esto y del crecimiento del activo, el porcentaje que representan estas partidas sobre ATM se ha reducido significativamente en la primera mitad de 2020.

El resultado de operaciones financieras mejoró significativamente con respecto al año anterior. Rompiendo la tendencia de los últimos años, este resultado aumentó entre junio de 2019 y junio de 2020, y de manera significativa, casi un 71 %. Este aumento contribuyó a atenuar el descenso en el margen bruto provocado por el retroceso de la actividad, limitándose la caída a un 1,4 % en tasa interanual.

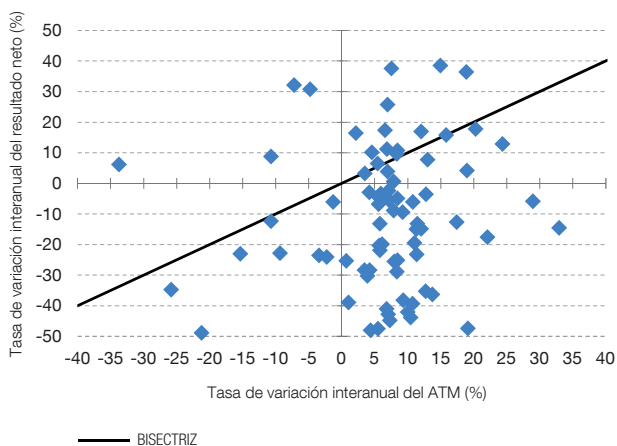
Por su parte, los gastos de explotación disminuyeron más del 8% en tasa interanual. Esto se debió en buena medida al efecto base que supusieron los gastos extraordinarios para reducir personal en que incurrieron algunas entidades en el mismo periodo del año anterior, si bien los gastos de explotación ordinarios también se han reducido (un 2,8 % en tasa interanual), a lo que han contribuido estas operaciones de reestructuración operativa. En conjunto, la mejora del margen de explotación fue del 6 %.

Como consecuencia del potencial impacto negativo de la pandemia en la calidad crediticia, las entidades han duplicado sus dotaciones por deterioro

LA PANDEMIA DEL COVID-19 HA TENIDO UN EFECTO MUY SEVERO SOBRE LA RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL, DEBIDO EN BUENA MEDIDA A LOS AJUSTES CONTABLES SOBRE EL FONDO DE COMERCIO

La mayor parte de las entidades ha reducido su resultado neto respecto al año anterior, mientras que han aumentado sus ATM. Los principales determinantes de la severa caída de los beneficios incluyen el aumento de las provisiones y el notable ajuste del fondo de comercio (incluido en el resto de partidas), ambos como consecuencia del deterioro esperado en las condiciones económicas por la pandemia y su impacto negativo en la calidad crediticia, así como el descenso del margen de intereses y de las comisiones debido al descenso de la actividad.

1 VARIACIÓN DEL ATM Y VARIACIÓN DEL RESULTADO. JUNIO DE 2020

2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)

FUENTE: Banco de España.

a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2020 respecto a junio de 2019.

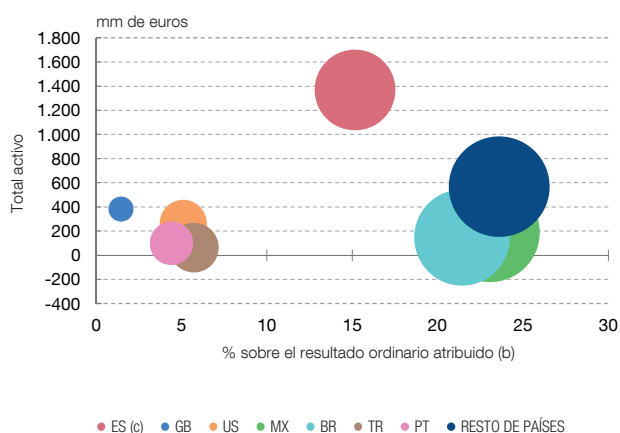
respecto al año anterior. Las pérdidas por deterioro registradas por el sector bancario español en el primer semestre del año alcanzan los 15.200 millones de euros, duplicando los 7.600 millones registrados en junio de 2019. Como resultado, su peso sobre los ATM aumentó significativamente, situándose en niveles cercanos a los registrados en junio de 2014, después de cinco años de caídas continuas. Este incremento tan significativo de dotaciones a pesar del aumento moderado de los activos dudosos, se explica en parte por el criterio prospectivo de la nueva regulación contable IFRS 9, que lleva a anticipar las pérdidas por deterioro con respecto al momento de entrada efectiva en dudoso. Igualmente, el reconocimiento de dotaciones extraordinarias por parte de las entidades, como reserva adicional ante pérdidas futuras, también ha contribuido al incremento de esta partida.

Los ajustes negativos del fondo de comercio debido al deterioro esperado en las condiciones económicas, tienen un impacto muy severo sobre la rentabilidad del sector, pero no tienen efectos sobre su solvencia, dado que, bajo la normativa actual de cómputo de recursos propios, se deducen en cualquier caso completamente del capital regulatorio. Este ajuste ha afectado a las dos entidades con mayor presencia internacional, que han reducido sus fondos de comercio por un importe superior a los 12.000 millones de euros (recogidos en la rúbrica «Otros resultados» del anejo 2). Según la normativa contable internacional,

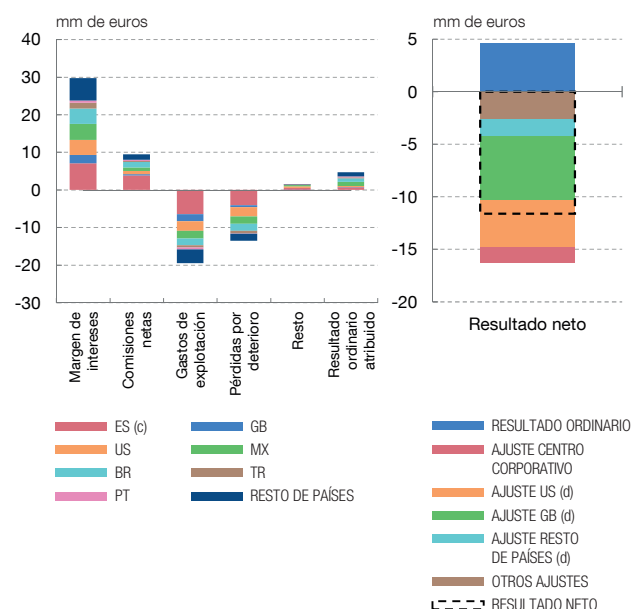
LA CONTRIBUCIÓN DEL NEGOCIO EN EL EXTRANJERO A LA RENTABILIDAD DE LOS PRINCIPALES BANCOS ESPAÑOLES CONTINUÓ SIENDO MUY SIGNIFICATIVA, SI BIEN RESULTÓ MERMADA POR EL DETERIORO DEL FONDO DE COMERCIO

El resultado atribuible a la dominante de los principales bancos españoles con negocio en el extranjero en el primer semestre de 2020 se ha visto afectado negativamente por el deterioro adicional de los fondos de comercio de sus filiales, principalmente en Reino Unido y Estados Unidos. Sin embargo, el resultado ordinario, es decir, sin tener en cuenta estos ajustes por deterioro de los fondos de comercio ni otros ajustes adicionales, ha sido positivo, siendo México y Brasil, junto con España, los países que más contribuyen a este resultado.

1 CONTRIBUCIÓN AL RESULTADO ORDINARIO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE (a)
Principales grupos bancarios con negocio en el extranjero. Junio de 2020



2 PRINCIPALES COMPONENTES DE LA CUENTA DE RESULTADOS (a)
Principales grupos bancarios con negocio en el extranjero. Junio de 2020



FUENTE: CNMV.

- a El resultado ordinario atribuido no incluye los ajustes por deterioro de fondos de comercio ni otros ajustes (ej. costes de reestructuración, ajustes fiscales diferidos, etc.).
b El tamaño de los círculos refleja el porcentaje del resultado de cada país sobre el resultado ordinario atribuido agregado para el total de países.
c El resultado ordinario atribuido de España no incluye la contribución al resultado del centro corporativo.
d Ajustes por deterioro de fondos de comercio de las filiales en Reino Unido, EE.UU. y resto de países.

el fondo de comercio no se amortiza, pero siempre que existan indicios de deterioro se debe estimar el mismo para proceder a corregir su valor¹⁵. En el caso de los bancos españoles, la relevancia del fondo de comercio ha venido siendo en los últimos años superior a la de sus homólogos europeos¹⁶, fruto de una estrategia de expansión internacional basada en la compra de filiales. Esta estrategia se basa en la relevancia de una gestión autónoma de los riesgos, así como en obtener el máximo provecho a la mayor experiencia y el mejor conocimiento del mercado local de las entidades adquiridas.

15 Esta estimación del deterioro debe realizarse, al menos, anualmente.

16 Según los datos publicados por la Autoridad Bancaria Europea en su último ejercicio de transparencia, los activos intangibles (de los que el fondo de comercio supone su mayor parte), representaban el 3,1 % de los activos ponderados por riesgo para los bancos españoles, más del doble que la media de los países que participan en dicho ejercicio (1,3 %).

El negocio en el extranjero ha continuado contribuyendo de forma significativa a la rentabilidad de los bancos españoles en el primer semestre de 2020, a pesar del deterioro de los fondos de comercio y otros ajustes extraordinarios.

El gráfico 2.9 recoge la contribución que los principales países (incluido España) han tenido al resultado ordinario atribuido a la dominante de los bancos españoles con actividad significativa en el extranjero durante el primer semestre de 2020. Los países con mayor contribución son México, Brasil y España, que en términos absolutos suponen más de la mitad del resultado ordinario atribuido a la dominante (23,1 %, 21,4 % y 15,2 %, respectivamente). De hecho, las filiales que presentan una mayor rentabilidad sobre total activo de cada país son Brasil y México, con un 1,4 % y 1,1 %, muy por encima de España (0,1 %).

La reducción de la rentabilidad fue generalizada a nivel europeo, alcanzándose resultados netos negativos en los sistemas bancarios de algunos países.

De acuerdo con los datos de la Autoridad Bancaria Europea (ABE)¹⁷, en el primer semestre de 2020, el ROE del sector bancario se redujo en prácticamente todos los países europeos, incluidos los más grandes. El ROE del sector bancario español se situó por debajo de la media europea y del de los principales países europeos. Por el contrario, la ratio de eficiencia del sistema bancario español siguió siendo la más baja (la mejor) de entre los principales países europeos. El Recuadro 2.2 analiza cómo han evolucionado las opiniones de los analistas sobre la situación de los sistemas bancarios de varios países europeos y su interrelación con sus valoraciones en bolsa.

Solvencia

La ratio de CET1 del sistema bancario español aumentó en los últimos doce meses hasta situarse en el 12,6 %. Para el conjunto del sistema bancario español, esta ratio fue 37 puntos básicos superior a la de un año antes (véase gráfico 2.10). El incremento se debió al descenso de los activos ponderados por riesgo (-3,1% en tasa interanual), ya que el CET1 se mantuvo estable. La evolución de los activos ponderados por riesgo (APR) se vio condicionada por las medidas implementadas por las autoridades (programas de avales y cambios regulatorios) pero la reducción no fue generalizada por entidades (véase gráfico 2.11), concentrándose en las de mayor tamaño, afectadas también por la devaluación del tipo de cambio de los países emergentes en los que tienen presencia significativa, y compensando así parcialmente los efectos negativos que estos movimientos cambiarios tuvieron en el volumen de CET1 denominado en euros. Asimismo, gran parte de las entidades aumentaron su volumen de CET1 en el último año, aunque el agregado del sector se mantuvo relativamente estable (-0,2 % en tasa interanual). Por su parte, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total también se incrementaron en el último año,

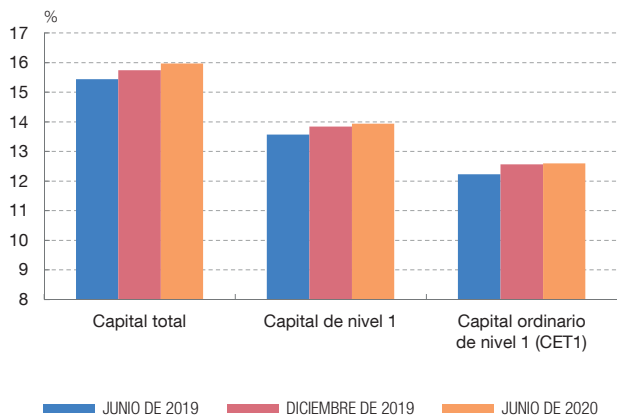
¹⁷ Véase <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

Gráfico 2.10

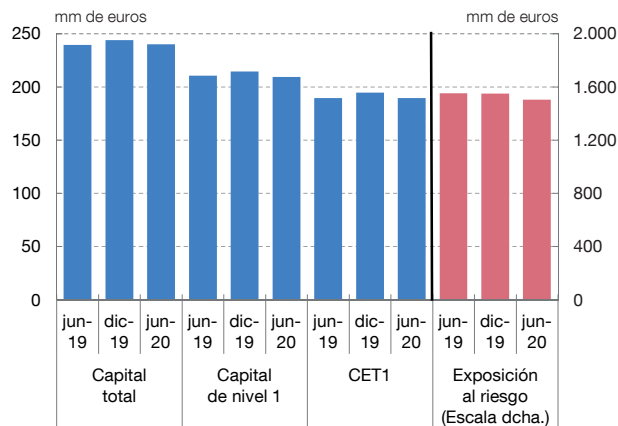
LAS RATIOS DE CAPITAL AGREGADAS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL HAN AUMENTADO EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES A PESAR DE LA IRRUPCIÓN DE LA PANDEMIA

Entre junio de 2019 y junio de 2020, la ratio de CET1 aumentó 37 pb hasta situarse en el 12,6 %, registrándose esta subida en la segunda mitad de 2019. El aumento se debió a un descenso de los activos ponderados por riesgo, manteniéndose el CET1 relativamente estable. Asimismo, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total también aumentaron en el último año.

1 RATIOS DE CAPITAL



2 NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



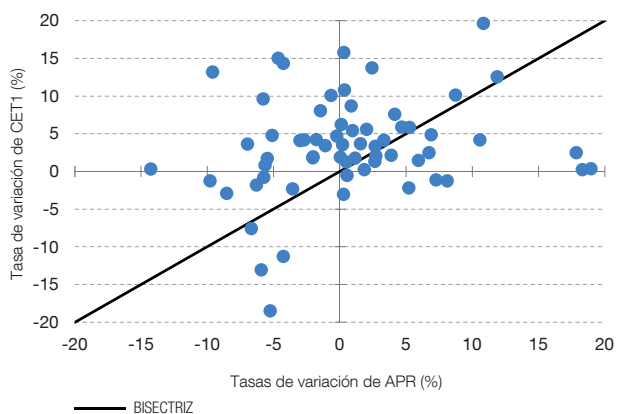
FUENTE: Banco de España.

Gráfico 2.11

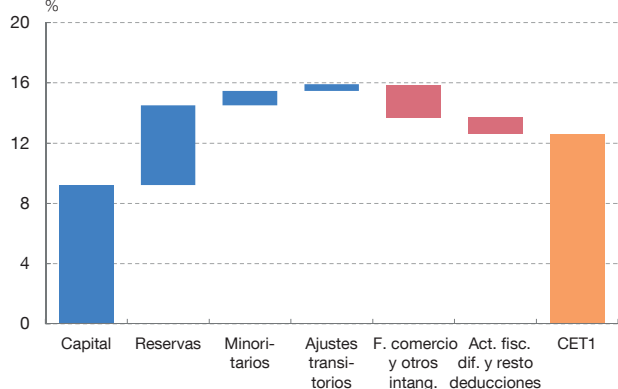
GRAN PARTE DE LAS ENTIDADES DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL HAN AUMENTADO SU VOLUMEN DE CET1 DESDE JUNIO DE 2019

En términos de entidades, gran parte de las mismas aumentaron su volumen de CET1 durante los últimos doce meses, mientras que las variaciones, positivas y negativas, de los APR estuvieron distribuidas de manera más uniforme. Estos incrementos se concentraron en las entidades de menor tamaño, por lo que el volumen agregado de CET1 permaneció estable, como se indica en el gráfico 2.10. Los instrumentos de capital y las reservas representan más del 90 % de los elementos computables de CET1. Las deducciones asociadas al fondo de comercio disminuyeron, debido al deterioro significativo de este elemento en el primer semestre de 2020.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CET1 Y DE LOS APR ENTRE JUNIO DE 2020 Y JUNIO DE 2019 (a)



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



FUENTE: Banco de España.

a Los puntos situados por encima de la bisectriz presentan crecimientos (descensos) del volumen de CET1 en el último año superiores (inferiores) al crecimiento (descenso) del volumen de APR por lo que se corresponderían con aumentos de la ratio de CET1 entre junio de 2019 y junio de 2020. Lo contrario ocurre para los puntos situados por debajo de la bisectriz.

situándose en el 13,9 % y el 16 %, respectivamente (aumentando desde el 13,6 % y el 15,4 % de junio de 2019).

En cuanto a la composición de la ratio de CET1, los instrumentos de capital y las reservas suponen conjuntamente más del 90 % de sus elementos computables (véase gráfico 2.11). No obstante, en el último año se ha producido una cierta recomposición entre ambas partidas, aumentando el peso del capital y reduciéndose el de las reservas. En cuanto a las deducciones, destaca el descenso de las derivadas del fondo de comercio, como consecuencia del ajuste a la baja del mismo registrado por las dos entidades con mayor presencia internacional, que, como ya se ha apuntado, resulta neutral para la ratio de solvencia (al incorporarse ahora como menores resultados debido a su deterioro).

La ratio de CET1 de las entidades españolas es inferior a la de las entidades de los otros países europeos, mientras que, en términos de la ratio de apalancamiento, la posición del sector bancario español es mejor que la del conjunto europeo. Con la información publicada por la ABE en su mapa de riesgos a junio de 2020¹⁸, la ratio de CET1 de las principales entidades españolas es la más baja de la UE, situándose 2,8 puntos por debajo de la media europea. Esto es en buena medida consecuencia de una mayor densidad de activos de los bancos españoles, que hacen un uso menos intenso de los modelos internos en el cálculo de sus requerimientos de capital. De hecho, la ratio de apalancamiento de las principales entidades españolas (5 %) se sitúa ligeramente por debajo de la media europea (5,3 %), pero por delante de los principales países europeos excepto Italia y Reino Unido.

2.1.3 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español

Metodología aplicada. El marco FLESB

Ante la incertidumbre planteada por la actual crisis sanitaria sobre la evolución futura de la economía, el análisis de las entidades bancarias españolas a través de la realización de pruebas de resistencia cobra especial relevancia, por el carácter prospectivo de estas herramientas. El Banco de España ha aplicado el marco metodológico propio FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*) para analizar los escenarios planteados a raíz de la crisis de la Covid-19. Este ejercicio ha sido especialmente complejo, dada la especial naturaleza de esta crisis, que incluye un impacto brusco y sin precedentes sobre la economía a nivel global, así como una respuesta rápida y decidida de las políticas económicas

¹⁸ Véase Cuadro de Riesgos Bancarios EBA Marzo 2020.

de distintas autoridades nacionales e internacionales. Sus principales características se pueden resumir como sigue:

- **Marco «top-down» sustentado en información granular.** La metodología FLESB emplea un conjunto de modelos cuantitativos desarrollados internamente y aplicados a la información de carácter granular y con dimensión temporal que está disponible a través del reporte regulatorio y supervisor¹⁹. Con esta metodología, se lleva a cabo una proyección dinámica del balance y la cuenta de resultados de las entidades bancarias para el periodo 2020-2022. Con respecto al ejercicio previo, se han incorporado mejoras en la modelización del margen de intereses del negocio en España²⁰ y del negocio fuera de España de las entidades internacionalmente activas²¹. Este último desarrollo es especialmente relevante dado el carácter sincronizado y global de la crisis del Covid-19, con un impacto potencialmente mayor que en el pasado sobre los resultados del negocio en el extranjero.
- **Escenarios macroeconómicos para la evaluación de la solvencia.** Se emplean dos escenarios, con distinto grado de contracción del PIB en 2020, y de velocidad de recuperación en 2021-2022. Para la economía española (véase cuadro 2.1), el escenario base refleja una senda de recuperación más rápida, si bien el crecimiento acumulado del PIB real es negativo para el conjunto del periodo (-1,6%), mientras que el escenario adverso contempla un mayor impacto de la crisis sanitaria en 2020 y un menor grado de recuperación y mayor caída acumulada del PIB (-5,7%), conformando el escenario de riesgo del ejercicio. Por el contrario, los tipos de interés de referencia no se ven tensionados en estos escenarios, bajo la expectativa de que la política monetaria mantendrá su tono expansivo, y la corrección de precios de la vivienda se sitúa por debajo de episodios históricos con mayores desequilibrios acumulados en este sector.

Las sendas macroeconómicas para España en estos ejercicios se corresponden con el ejercicio BMPE de junio de 2020, utilizadas a su vez en el análisis de vulnerabilidad de la banca europea del BCE del mes

19 La información disponible para las exposiciones de crédito en España a través de la CIRBE y de los datos supervisores es altamente granular y alcanza el nivel de operaciones, garantías y prestatarios individuales, utilizándose el periodo 2000-2019. Los datos disponibles para el negocio en el extranjero tienen menor granularidad y alcanzan, como máximo, el nivel de cartera por tipo y origen geográfico de la contraparte, con una profundidad histórica más limitada.

20 Se considera una mayor desagregación por contraparte y finalidad (empresas, hogares-vivienda, hogares-resto) en la modelización de los ingresos de préstamos del sector privado, condicionándose también el volumen productivo de préstamos al resultado de los modelos de riesgo de crédito.

21 Se ha incorporado un tratamiento más granular de la pérdida de crédito en el negocio en el extranjero, manteniéndose un modelo reducido para la generación de margen de explotación. Se utiliza información sobre exposiciones por contraparte y finalidad (empresas, hogares-vivienda, hogares-resto) y situación geográfica.

ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA ESPAÑA EN EL EJERCICIO DE RESISTENCIA

	Escenario base 2020-2022	Escenario adverso 2020-2022
PIB, crecimiento acumulado	-1,6	-5,7
Tasa de paro (% de la población activa), promedio	18,6	23,5
Precio de la vivienda, crecimiento acumulado	-3,8	-11,6
Crédito a hogares destinado a la compra de vivienda, crecimiento acumulado	-5,4	-11,1
Crédito a hogares no destinado a vivienda, crecimiento acumulado	-12,0	-17,6
Crédito a empresas, crecimiento acumulado	-2,2	-5,9
Tipo de interés interbancario a 12 meses, promedio	-0,3	-0,2
Tipo de interés de los bonos soberanos a 10 años, promedio	1,0	1,3

FUENTE: Banco de España.

de julio²². Se aplica así el mismo nivel de severidad que en el ejercicio europeo. Los nuevos escenarios de proyección para España publicados en septiembre de 2020 por el Banco de España presentan un nivel comparable de deterioro de la actividad para propósitos de evaluación de la solvencia. Adicionalmente, el escenario para España se completa con escenarios macroeconómicos internacionales consistentes desarrollados por el Banco de España (véase gráfico 2.12), y que contemplan fuertes deterioros de la actividad tanto en economías avanzadas como emergentes. En el caso del PIB, el crecimiento acumulado en el escenario base (adverso) es de: -1,6 % (-3,1 %) en Brasil, -2,8 % (-3,6 %) en Reino Unido, -3,2 % (-5,0 %) en México, 6,2 % (4,5 %) en Turquía y -0,9 % (-2,3 %) en Estados Unidos. Solo Turquía obtiene un crecimiento medio positivo gracias a una potencial recuperación vigorosa. Estos descensos del PIB son consistentes con el marcado aumento de las tasas de paro en los escenarios.

- **Segmentación de entidades.** Los resultados se presentan, como en años anteriores, agregados en tres grupos de entidades para facilitar su interpretación, puesto que los modelos de negocio y fuentes de riesgo son distintos. El primer grupo lo forman las entidades españolas sujetas a la supervisión directa del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) que cuentan con una actividad internacional más significativa. El segundo grupo incluye al resto de entidades bajo supervisión directa del MUS. Por último, el tercer grupo lo forman entidades bajo supervisión directa del Banco de España, de menor tamaño y sin actividad internacional destacable²³.

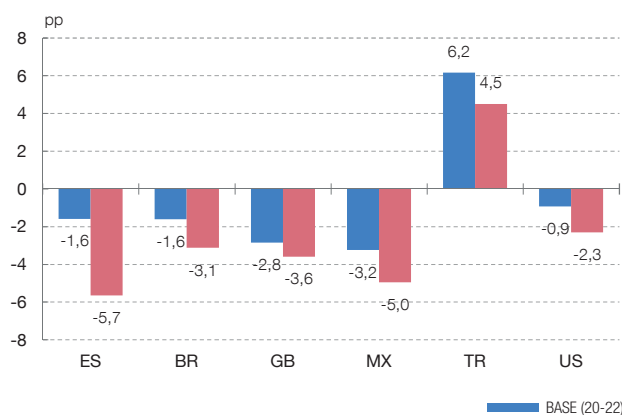
22 Véase *ECB Vulnerability Analysis*, de 28 de julio de 2020.

23 Este grupo incluye 45 LSI (*Less Significant Institutions*, de acuerdo a la clasificación supervisora del MUS), que incluye a las cajas y cooperativas de crédito, así como a otras entidades menos significativas (OLSI).

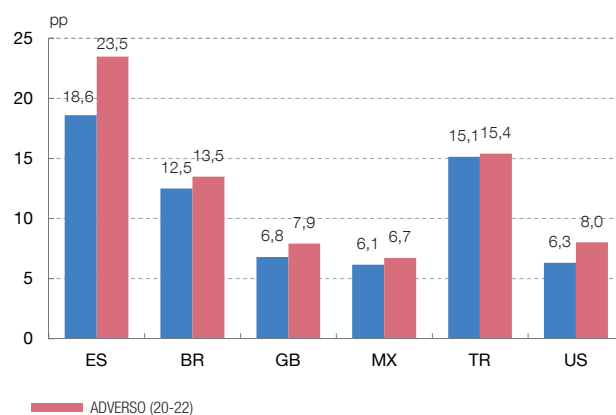
LOS ESCENARIOS MACROECONÓMICOS UTILIZADOS PARA MEDIR LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DE LOS BANCOS ESPAÑOLES CONTEMPLAN DETERIOROS SEVEROS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LAS GEOGRAFÍAS DONDE TIENEN PRESENCIA SIGNIFICATIVA

El carácter global de la crisis sanitaria ha provocado un deterioro rápido y abrupto del entorno económico global, lo que lleva a considerar escenarios macroeconómicos severos para el periodo 2020-2022. Tanto en el escenario base como en el adverso, la actividad y el empleo empeorarían notablemente respecto a la situación previa a la pandemia. El escenario adverso refleja un impacto inicial aún más severo y una recuperación más lenta.

1 VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO (a)



2 TASA DE DESEMPLEO BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO (b)



FUENTE: Banco de España.

a Se muestra el crecimiento acumulado del PIB durante los tres años del ejercicio (2020-2022).

b Se muestra la media de la tasa de desempleo de los tres años del ejercicio (2020-2022).

- **Modelización del impacto de las medidas de apoyo desplegadas para mitigar el impacto de la pandemia.** Las políticas de mitigación implementadas a nivel nacional e internacional abarcan facilidades diversas como moratorias de pago en préstamos bancarios, avales del Estado sobre préstamos a actividades productivas, en el caso de la política monetaria, un nuevo programa TLTRO o, en el ámbito prudencial, la recomendación sobre no distribución de dividendos. La incorporación de estas medidas en el ejercicio permite obtener una estimación más completa del impacto de la crisis en la solvencia de las entidades²⁴.

Resultados de las pruebas de resistencia

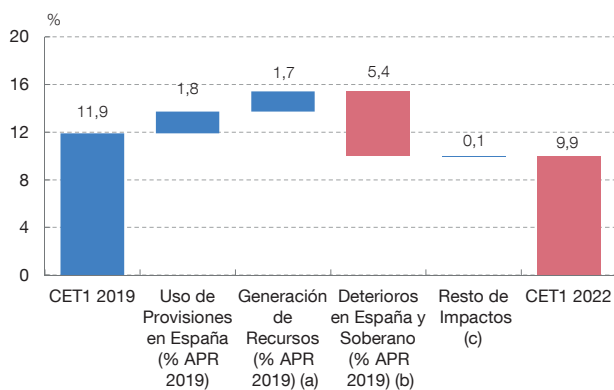
El grupo de entidades supervisadas por el MUS con actividad internacional significativa registra una reducción de 2 pp en su ratio CET1 bajo el escenario

24 Las medidas de apoyo se han modelizado de forma detallada para el caso de España, donde la información disponible permite un tratamiento más preciso, mientras que para el resto de jurisdicciones relevantes se han incorporado de forma implícita en los escenarios macro, y también en la incorporación de los efectos de los programas de avales de los programas de apoyo a pymes en las geografías más relevantes (Estados Unidos, Reino Unido, Brasil, Turquía). Véase tabla 1 del Recuadro 2.1 para una estimación de estos efectos.

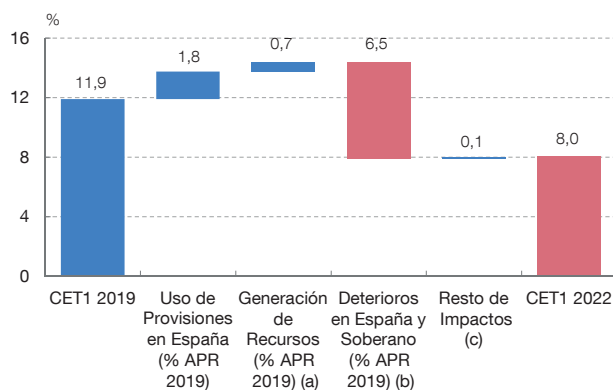
PARA LAS ENTIDADES CON MAYOR ACTIVIDAD INTERNACIONAL, LA CONTRACCIÓN ECONÓMICA GLOBAL LIMITARÍA LA GENERACIÓN DE NUEVOS RECURSOS DE CAPITAL EN EL NEGOCIO EN EL EXTRANJERO CON LOS QUE COMPENSAR EL IMPACTO DE LOS DETERIOROS EN EL NEGOCIO EN ESPAÑA

Las entidades con exposición internacional significativa mostrarían una notable capacidad de resistencia frente al fuerte impacto económico de la crisis global asociada a la pandemia, que limita severamente la capacidad de generar nuevos recursos de capital, tanto a través del margen de explotación en España como de los resultados netos de las filiales, y que hace aumentar las pérdidas por deterioro de los activos en el negocio en España.

1 ESCENARIO BASE



2 ESCENARIO ADVERSO



FUENTE: Banco de España.

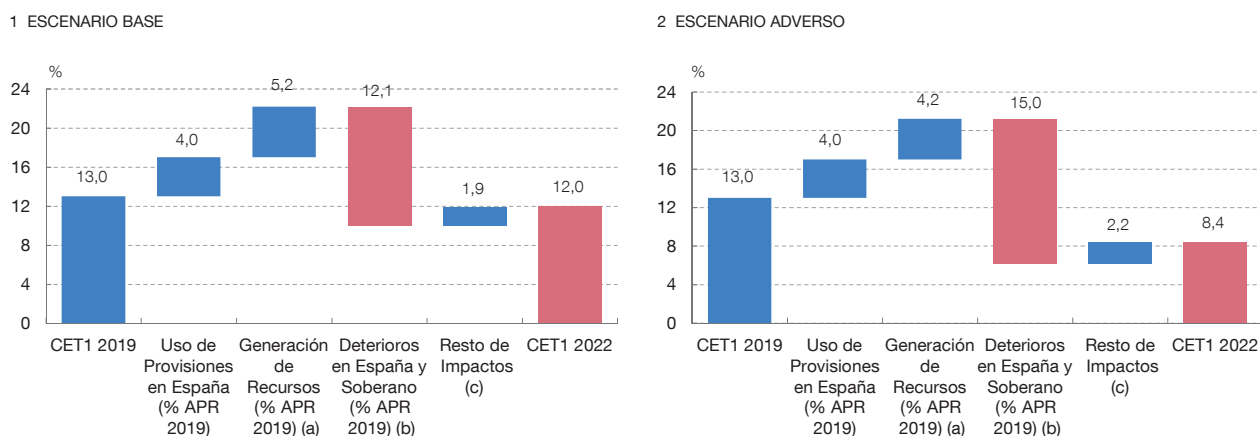
- a La generación de recursos de absorción de pérdidas en el caso de las entidades con actividad internacional significativa incluye el margen de explotación de España y el resultado neto obtenido en el negocio en el extranjero.
- b Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como el impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas a nivel consolidado.
- c Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios y variación de APR.

base que aumenta hasta los 3,9 pp en el escenario adverso. Para este grupo, la ratio de partida de CET1 es de 11,9 pp, inferior al de los otros dos grupos de entidades. En el escenario base (véase gráfico 2.13), las provisiones disponibles (1,8% de APR) para cubrir deterioros en España y la reducida capacidad de generar nuevos recursos de capital (1,7% de APR), no pueden compensar el volumen de pérdidas por deterioro en el negocio en España y, en mucha menor medida, correcciones de valor del soberano (en conjunto 5,4% de APR)²⁵. La contracción de la actividad económica en el periodo 2020-2022 en la mayoría de los principales países del negocio internacional de este grupo de entidades (Brasil, Méjico, Reino Unido y Estados Unidos), y el moderado crecimiento acumulado en otras áreas de presencia (e.g., Turquía), generan pérdidas de crédito, que absorben los márgenes de explotación generados en España y el extranjero, explicando la comentada reducida generación de recursos (1,7%), inferior a ejercicios pasados. El resto de impactos contribuye de forma modesta pero negativa (0,1% de APR) a deteriorar la solvencia, debido a movimientos desfavorables en los tipos de cambio y en otras

25 La variable de generación de resultados incluye el margen de explotación en España (análogo al concepto de *Pre-provision Profit*) y la contribución al resultado neto del negocio en el extranjero, es decir, del margen de explotación en el extranjero se deducen las pérdidas por deterioro, otros ingresos y gastos y efectos fiscales.

EL RESTO DE ENTIDADES MUS, CONCENTRADAS EN EL NEGOCIO EN ESPAÑA, SUFRIRÍAN UN VOLUMEN DE DETERIOROS ELEVADO, SIENDO ELEMENTOS MITIGADORES UNA RATIO INICIAL CET1 MÁS ALTA Y UN CIERTO GRADO DE DESAPALANCAMIENTO

El resto de entidades MUS soporta un elevado volumen de pérdidas por deterioro en el negocio en España en ambos escenarios, parcialmente compensado por el uso de provisiones y la generación de margen de explotación, y también por un cierto grado de desapalancamiento, capturado en el resto de impactos. Los deterioros adicionales en el escenario adverso llevan a que la diferencia entre la ratio de CET1 de partida y la de 2022 (4,6 pp) sea más elevada que la de los otros dos grupos.



FUENTE: Banco de España.

- a La generación de recursos de absorción de pérdidas para el resto de entidades MUS incluye principalmente el margen de explotación de España, con una aportación muy reducida de resultados netos en negocio en el extranjero.
- b Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como el impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas a nivel consolidado.
- c Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios y variación de APR.

pérdidas y ganancias. El resultado final es una ratio CET1 de 9,9 pp en 2022. En el escenario adverso las contribuciones anteriores se agravan debido al mayor *shock* inicial a la actividad y a su persistencia. Por un lado, la generación de recursos se reduce (0,7 % de APR), debido fundamentalmente a las mayores pérdidas por deterioro en los negocios fuera de España, y, por otro, las pérdidas por deterioro en España ascienden hasta el 6,5 % de APR. El valor final de la ratio CET1 en el escenario adverso es de 8 %.

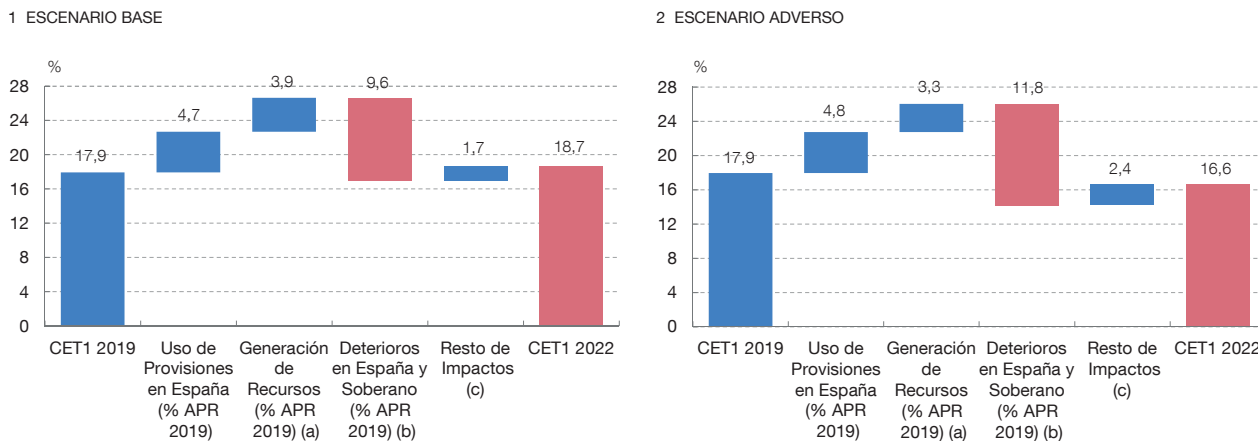
El resto de entidades bajo la supervisión del MUS experimenta en el escenario base una reducción de la ratio CET1 de 1 pp y de 4,6 pp en el escenario adverso.

El gráfico 2.14 presenta los impactos para este grupo de entidades, con una ratio CET1 de partida de 13 pp, mayor en 1,1 pp que la del primer grupo. En el escenario base, el consumo de la ratio de CET1 (1 pp) es menor que el de las entidades con actividad internacional significativa, a pesar de que las pérdidas por deterioros en España (12,1 %) sean superiores y la diferencia de estas con respecto al uso de provisiones (4 %) y generación de nuevos recursos de capital (5,2 %) sea más desfavorable, 2,9 pp contra 1,9 pp para el primer grupo de entidades. La caída del crédito en España sobre el horizonte 2020-2022, y con él de los APR, aumenta el efecto positivo del resto de impactos (1,9 %), y compensa la desventaja de este grupo frente al primero en términos

Gráfico 2.15

LAS ENTIDADES BAJO SUPERVISIÓN DIRECTA PRESENTAN UN MODELO DE NEGOCIO CONSERVADOR, CON UN NIVEL DE CAPITAL ELEVADO Y EXPOSICIÓN A ACTIVOS DE MENOR RIESGO, LO QUE LIMITA LOS DETERIOROS, QUE AUN ASÍ SON SIGNIFICATIVOS POR EL FUERTE RETROCESO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN ESPAÑA

El grupo de entidades bajo supervisión nacional directa mantiene un nivel de solvencia notable en ambos escenarios, pese a sufrir también deterioros muy significativos. Además de contar con una ratio de CET1 de partida sustancialmente más elevada, este grupo de entidades, con un modelo de negocio conservador, genera unos menores deterioros que las entidades significativas concentradas en España.



FUENTE: Banco de España.

- a La generación de recursos de absorción de pérdidas viene determinada por el margen de explotación en España.
- b Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como el impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas del grupo.
- c Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios y variación de APR.

de resultados netos. En el escenario adverso, la generación de recursos a través del margen de explotación desciende respecto al base (4,2 % de APR) y las pérdidas por deterioro aumentan (15 % de APR) por el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas en España, lo que produce una mayor merma de la solvencia. El resto de efectos (2,2 % de APR) aumenta ligeramente respecto del escenario base por la mayor caída del crédito. El resultado final es una ratio CET1 de 8,4 pp. El consumo de capital en este escenario es superior al del grupo de entidades con actividad internacional significativa y a las entidades bajo supervisión directa.

Las entidades bajo supervisión nacional directa ven aumentado su ratio CET1 en 0,8 pp en el escenario base, mientras que en el adverso la caída es de 1,3 pp. El gráfico 2.15 muestra los resultados del tercer grupo, que cuentan con la ratio de CET1 de partida más alta (17,9 pp). Estas entidades, con un modelo de negocio más sencillo y conservador en cuanto a productos (un mayor peso relativo de préstamos hipotecarios y tenencias de deuda pública) y un limitado alcance geográfico, mejoran su posición de solvencia en el escenario base y obtienen la menor reducción en el escenario adverso. En el escenario base, las provisiones existentes (4,7 % de APR) y los recursos de capital generados (3,9 % de APR) absorben la mayoría de las pérdidas por deterioro (9,6 % de APR). El resto de impactos

tiene una contribución positiva moderada (1,7 % de APR), debido a la caída del crédito, pero suficiente para acabar el ejercicio con una ratio agregada de CET1 de 18,7 pp, mejor que la de partida. En el escenario adverso, la generación de nuevos recursos de absorción de pérdidas se reduce (3,3 % de APR) y los deterioros aumentan (11,8 % de APR), lo que provoca una reducción de la solvencia parcialmente mitigada por el resto de efectos (2,4 % de APR). La ratio de CET1 acaba en 16,6 pp, el valor final más alto de los tres grupos.

El conjunto agregado del sector bancario español se muestra así en este ejercicio capaz de resistir el elevado impacto económico de la crisis sanitaria, con el apoyo del efecto mitigador de las medidas implementadas por las autoridades económicas. Tanto en el escenario base, como en el escenario adverso, los tres grupos de entidades obtienen ratios finales de CET1 por encima de 6 pp. Con respecto a ejercicios pasados, destaca el deterioro en el escenario base, que contiene ahora un *shock* inicial mucho más severo. En cuanto al escenario adverso, las caídas de la ratio CET1 son mayores que las del ejercicio pasado, condicionadas por la extrema severidad del escenario, pero se ven mitigadas en una magnitud significativa por las medidas de apoyo, como se analiza en detalle más adelante.

Es necesario considerar en la valoración de los resultados las incertidumbres notables a las que se enfrenta el sector bancario. Al ejercicio actual le aplican las cautelas habituales de ejercicios previos, como la presencia de heterogeneidad en los resultados de entidades individuales en torno al agregado del grupo, o la posibilidad de que una entidad concreta experimente alguna perturbación específica adicional al *shock* sistémico en que se basa el ejercicio. Sin embargo, cabe señalar también cautelas propias del entorno actual. Por ejemplo, una reducción o modificación de los programas de apoyo económico y financiero puede hacer variar su impacto estimado en la solvencia bancaria. El efecto de los programas ya desplegados requiere también ser estimado con un margen de incertidumbre. La persistencia de los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad económica por más tiempo del considerado en los escenarios de estudio supondría un desafío adicional significativo a la solvencia del sector. Por ello, resulta conveniente que las entidades mantengan una actitud vigilante sobre la evolución de su activo, adopten una gestión del riesgo flexible y favorable a la recuperación de la actividad y exploren cauces eficaces para mejorar su eficiencia.

Las entidades españolas presentaban también una posición de liquidez sólida a finales de 2019 y las medidas adicionales del BCE han reforzado ese diagnóstico. Se ha ejecutado, como en años anteriores, la prueba de resistencia sobre la ratio LCR (*Liquidity Coverage Ratio*), manteniendo las entidades españolas niveles adecuados de liquidez y comparables a los de ejercicios previos²⁶.

26 Véase el [Capítulo 2 del IEF Otoño 2019](#).

El marco FLESB se ha empleado para estimar el impacto sobre la solvencia de las entidades españolas de distintas medidas de respuesta a la crisis implementadas por las autoridades económicas. Las medidas consideradas son las siguientes: los avales del Estado para préstamos a empresas²⁷, el nuevo programa TLTRO del BCE²⁸, la restricción en la distribución de beneficios²⁹, moratorias en el repago de préstamos a particulares hipotecarios y para el consumo³⁰ y, más parcialmente, la modificación rápida de la CRR³¹. Las tres primeras medidas pueden tener efectos sobre la solvencia a lo largo de los tres años del horizonte del ejercicio, y se han incorporado en los resultados en la sección anterior. Por el contrario, los efectos examinados de las otras dos medidas pueden considerarse transitorios³², puesto que no aplican sobre todo el horizonte o bien se retiran progresivamente a lo largo de este, y se presentan en esta sección como análisis de sensibilidad adicional.

La simulación del efecto de las medidas en el marco FLESB está sujeta a un margen de incertidumbre sobre su alcance y eficacia. Por ejemplo, en el caso de los avales públicos al crédito empresarial, su impacto será distinto en función de que los préstamos avalados presenten una probabilidad de impago similar a la del conjunto de la cartera, o bien se concentren en deudores con mayor riesgo. Se presenta así una banda de impacto entre ambas posibilidades. Lógicamente, el coste fiscal de esta medida de apoyo será mayor cuantas más pérdidas por deterioro sea capaz de absorber el programa. Los resultados del ejercicio principal han considerado un valor intermedio de este rango.

La provisión de avales públicos al crédito empresarial tiene un impacto mitigador significativo sobre el consumo de capital del sector bancario (véase gráfico 2.16). Esta facilidad actúa directamente por dos canales: reduce la ponderación por riesgo de la parte avalada de los préstamos concedidos bajo este programa, que pasa a ser la del soberano (0 %), y reduce sus pérdidas en

27 Véase el [Real Decreto-ley 8/2020](#), de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

28 Véase la [Decisión \(UE\) 2020/614](#) del Banco Central Europeo de 30 de abril de 2020 por la que se modifica la Decisión (UE) 2019/1311 sobre la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

29 Véase la [Recomendación BCE/2020/35](#) del Banco Central Europeo de 27 de julio de 2020 sobre el reparto de dividendos durante la pandemia de COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/19.

30 Véase el [Real Decreto-ley 11/2020](#), de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19.

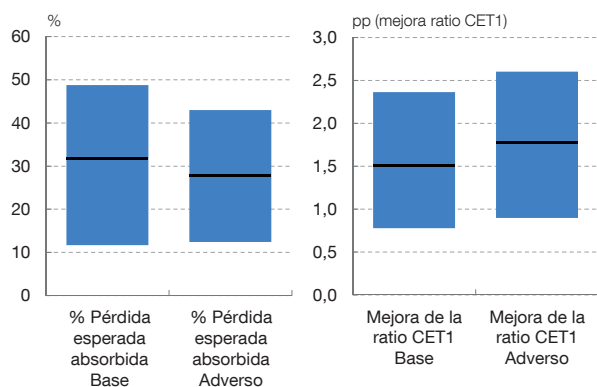
31 Véase el [Reglamento \(UE\) 2020/873](#) del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de junio de 2020 por el que se modifican el Reglamento (UE) 575/2013 y el Reglamento (UE) 2019/876 en lo relativo a determinadas adaptaciones realizadas en respuesta a la pandemia de COVID-19.

32 En el Recuadro 3.3 se presenta detalladamente la reforma rápida de la CRR (informalmente *quick-fix*), que contiene tanto elementos transitorios como permanentes. En esta sección no se realiza una evaluación completa de la reforma, sino sólo algunos elementos de la misma más directamente conectados con la estimación de pérdidas por deterioro en el ejercicio de pruebas de resistencia.

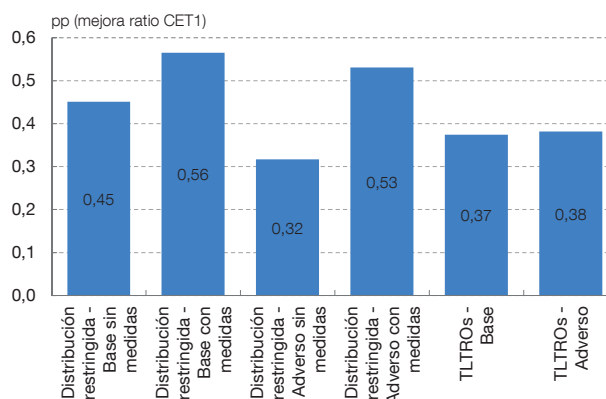
LOS EFECTOS DEL PROGRAMA DE AVALES AL CRÉDITO EMPRESARIAL Y LA EXPANSIÓN DEL PROGRAMA DE TLTROs TIENEN UN IMPACTO SIGNIFICATIVO EN LA PRUEBA DE RESISTENCIA, REFORZADO POR LOS LÍMITES A LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS (a)

El programa de avales del Estado a los créditos empresariales impactaría positivamente la ratio de CET1 en ambos escenarios. La restricción a la distribución de beneficios y el nuevo programa TLTRO también tendrían un efecto positivo, pero menor que el de los avales. El efecto de las restricciones a la distribución de beneficios es complementario a otras medidas, al aumentar éstas el volumen de beneficios generados que pueden ser retenidos de imponerse la restricción.

1 EFECTO DEL PROGRAMA DE AVALES ICO (b)



2 EFECTO DE LA RESTRICCIÓN A LA DISTRIBUCIÓN DE BENEFICIOS Y PROGRAMA TLTRO (c)



FUENTE: Banco de España.

- El efecto del programa de avales bajo supuesto intermedio, así como las restricciones sobre distribución de beneficios con medidas y el efecto de los TLTROs están incorporados en el análisis principal, cuyos resultados se muestran en los gráficos 2.13, 2.14 y 2.15.
- Se muestra el rango de efecto de la medida sobre la pérdida esperada (izda.) y sobre la ratio CET1 (dcha.) en función de los supuestos realizados sobre la calidad crediticia de los préstamos a empresas y empresarios individuales en España en el programa de avales ICO. El efecto mínimo asume que su pérdida esperada es igual a la media de la cartera de crédito empresarial, mientras el efecto máximo asume que las entradas en dudoso se concentran en primer lugar en los préstamos avalados. La línea negra indica el nivel de efecto intermedio.
- Se muestra el efecto de la restricción a la distribución de beneficios y del nuevo programa TLTRO (en pp de ratio CET1 en 2022) tanto sin ninguna medida de mitigación como bajo el supuesto de un efecto intermedio del programa de avales ICO.

caso de impago, al ser estas asumidas proporcionalmente por el Estado. Además, se asume que las cantidades avaladas no entrarían en mora durante 2020, debido a la liquidez proporcionada y al periodo de carencia de estas operaciones, pero sí pueden hacerlo en los dos años restantes del ejercicio. En función del supuesto sobre la calidad crediticia de los préstamos avalados, los avales absorben entre un 11,6 % y un 48,7 % de la pérdida esperada en el escenario base, con un efecto de 30,2 % bajo un supuesto intermedio, mientras que en el escenario adverso el rango es de entre un 12,4 % y un 43 %, con un 27,7 % como supuesto intermedio. Ello se traduce en una mejora notable en la ratio CET1, de 1,5 pp en el escenario base y de 1,7 pp en el escenario adverso, bajo un supuesto intermedio sobre la calidad del crédito avalado.

Las facilidades de financiación concedidas por el BCE han sido igualmente incorporadas, mejorando el margen de intereses de las entidades. El nuevo programa TLTRO facilita a las entidades el acceso a financiación del BCE a un tipo de interés negativo. Los fondos captados por las entidades bajo esta facilidad pueden

ser empleados para expandir el volumen de activos productivos, obteniendo con ello una fuente adicional de margen a través del diferencial de tipos. Bajo la hipótesis de que el programa se mantiene en vigor hasta 2022, y considerando para el resto de medidas un efecto medio, se estima que el volumen de ingresos adicional implica una mejora de la ratio de CET1 de 0,37 pp en el escenario base y de 0,38 pp en el adverso. Los dos escenarios proporcionan cifras similares, porque tanto el tipo de la facilidad como el tipo medio de los activos de bajo riesgo en los que se asume que se invierten los fondos permanecen prácticamente constantes en ambos escenarios.

La restricción a la distribución de beneficios para el horizonte del ejercicio también tiene un efecto positivo y significativo, siendo complementaria al resto de medidas de apoyo. Esta medida actúa sobre el numerador de la ratio CET1, impulsando la generación de reservas. En función del escenario y de la incorporación adicional o no del resto de medidas, el efecto de esta restricción es de entre 0,45 pp y 0,56 pp adicionales de ratio de CET1 en el escenario base, y de entre 0,32 pp y 0,53 pp más de esta ratio en el escenario adverso. Como cabía esperar, el efecto en ambos escenarios es mayor si se incorporan el resto de medidas, puesto que estas mitigan los impactos negativos en la rentabilidad y mejoran por ello los resultados netos que no se distribuyen bajo la restricción y se añaden a las reservas.

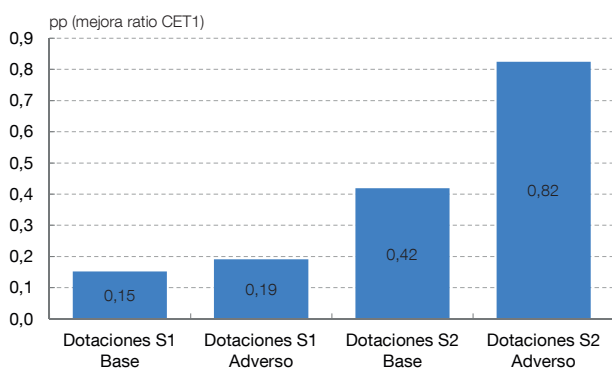
Las moratorias de crédito tendrían, en primer lugar, un efecto positivo a corto plazo sobre la solvencia bancaria, limitando los impagos por problemas de liquidez en 2020, y mitigarían también junto con el programa de avales públicos la severidad de los escenarios macroeconómicos para el periodo temporal más amplio de 2020-2022. Las moratorias influyen en la solvencia a corto plazo a través de dos canales. Por un lado, reducen las pérdidas al minorar los impagos durante su periodo en vigor, si bien estos pueden acabar produciéndose después de este. Por otro lado, pueden afectar al devengo de intereses, en caso de que se interrumpa el mismo, si bien la regulación contable permite su consideración para al menos algunos de los préstamos acogidos a la moratoria³³. Como se ha mencionado antes, las líneas de avales del ICO aumentan de forma generalizada la liquidez de sociedades no financieras y empresarios individuales, limitando así los impagos a corto plazo. Las simulaciones realizadas apuntan a que en el año 2020 el efecto directo del conjunto de medidas de apoyo a la liquidez produciría una mejora sustancial de la tasa de mora en ambos escenarios. Cabe señalar que este efecto directo es transitorio y no se incorpora en la ratio de solvencia estimada para 2022. Sin embargo, estos programas también permitirían que una mayor proporción de empresas solventes pero con problemas de liquidez superen la crisis del Covid-19, mitigando la severidad de los escenarios macroeconómicos empleados en el ejercicio completo para 2020-2022.

33 Pueden realizarse distintos supuestos metodológicos sobre el efecto de la moratoria en el devengo de intereses. No obstante, las simulaciones realizadas muestran que estos supuestos no inducen una variabilidad significativa sobre la ratio CET1, por lo que se presenta únicamente su efecto medio.

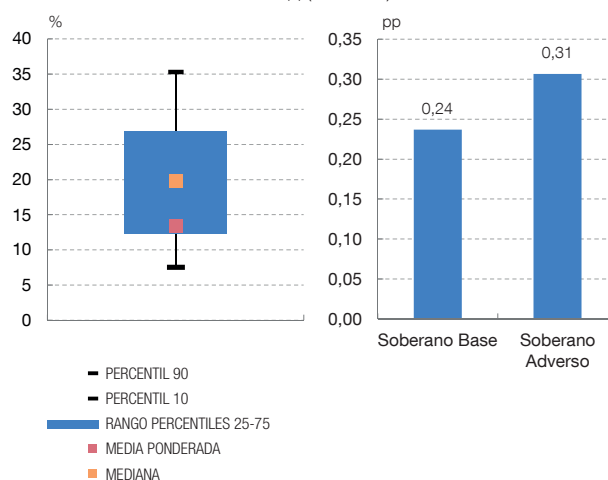
LA ADOPCIÓN DE MEDIDAS ADICIONALES ELEVA LA EVALUACIÓN REGULATORIA DE LA SOLVENCIA, SI BIEN LOS EFECTOS DE ALGUNAS DE ELLAS SE CONCENTRARÍAN EN EL CORTO PLAZO (a)

En cuanto a la modificación de la CRR («quick fix»), se evalúa el efecto de alguna de sus medidas, encontrando un mayor impacto del calendario transitorio sobre las dotaciones por riesgo de crédito para los deudores no dudosos (clasificados como S1 o S2), que del filtro prudencial transitorio sobre la variación de valor de la exposición soberana, si bien éste también es relevante debido al porcentaje significativo que las tenencias soberanas representan sobre el activo consolidado, más reducido para las entidades de mayor tamaño.

1 EFECTO QUICK FIX DOTACIONES S1 Y S2 (b)



2 RATIO DE EXPOSICIONES SOBERANAS SOBRE ACTIVO TOTAL (IZQUIERDA) Y EFECTO QUICK-FIX SOBERANO (b) (DERECHA)



FUENTE: Banco de España.

- a Los efectos considerados en este gráfico no se incorporan a los resultados principales en los gráficos 2.13 - 2.15 por tratarse de ajustes transitorios a la solvencia, relevantes para la evaluación regulatoria de la misma, pero que es útil separar de los resultados *fully-loaded* para la valoración a medio y largo plazo.
- b Se muestra el efecto en pp de mejora sobre la ratio de CET1 en 2022, bajo los escenarios base y adverso de esta sección, de dos medidas incorporadas en la reforma «quick fix» de la CRR relacionadas con el impacto de la pérdida esperada en el capital: (i) efecto del filtro prudencial sobre las variaciones de valor de la exposición soberana y (ii) efecto del calendario transitorio sobre las dotaciones de crédito S1 o S2. La reforma «quick-fix» de la CRR es más amplia que las medidas consideradas en este ejercicio e incluye elementos permanentes, como se detalla en el recuadro 3.3.

Las medidas en la modificación de la CRR («quick fix») generarían también un impacto positivo adicional al considerado en el ejercicio, si bien algunos de sus efectos son transitorios. El pasado 27 de junio entró en vigor una modificación de la CRR en respuesta a la crisis sanitaria y económica (véase Recuadro 3.3). Estas medidas no se han incorporado en el análisis principal, en el que se considera una ratio de CET1 libre de todo tipo de ajustes transitorios, pero se incluye aquí un análisis de su impacto estimado para poder valorar la capacidad de las entidades para cumplir con los requisitos regulatorios en el horizonte del ejercicio. En particular, se estima el efecto de dos medidas incluidas en la modificación de la CRR de interés para las entidades españolas. Por un lado, el filtro prudencial sobre los cambios en la valoración de la exposición soberana clasificada a valor razonable, y, por otro, la compensación transitoria del impacto en capital de la dotación a provisiones por deterioro para las exposiciones de crédito no clasificadas como dudosas³⁴. Estas medidas actúan

34 Es decir, deudores clasificados contablemente en los estados de calidad crediticia S1 o S2.

incrementando el numerador de la ratio de capital CET1. La medida sobre la exposición soberana mejora la ratio CET1 en 0,24 pp en el escenario base y en 0,31 pp en el adverso (véase gráfico 2.17), mientras que la medida sobre las dotaciones por deterioro de los deudores no dudosos elevaría en 0,57 pp la ratio de CET1 en el escenario base (0,15 pp y 0,42 pp en relación a dotaciones en fases S1 y S2) y alcanzaría los 1,01 pp (0,19 pp y 0,82 pp por dotaciones en fases S1 y S2 respectivamente) en el adverso, donde estas dotaciones son mucho mayores.

2.1.4 Evolución de los riesgos operacionales de las entidades de depósito

Las medidas adoptadas por las entidades de depósito españolas para mitigar el impacto de la pandemia sobre su continuidad operativa y, sobre todo, la rapidez con la que se implementaron, han permitido contener los riesgos operacionales. En concreto, en los meses de confinamiento más severo, el porcentaje medio de oficinas cerradas se situó en torno al 20 %, y el de cajeros automáticos no operativos alrededor del 10 %. El porcentaje de empleados en teletrabajo se situó por encima del 60 %, siendo la capacidad total de trabajo en remoto del 80 % de la plantilla, situando a España entre los países con un sector bancario mejor adaptado a esta modalidad de trabajo. Finalmente, el porcentaje de personal no disponible ha sido inferior al 5 %. Los gastos operacionales registradas por las entidades españolas relacionadas con la perturbación del Covid-19 no han sido significativos (menos del 0,1 % sobre CET1) y han estado en línea con la media del MUS, correspondiendo principalmente a refuerzo de la infraestructura y continuidad de negocio, así como a medidas de seguridad y sanitarias para proteger a los empleados y a las oficinas.

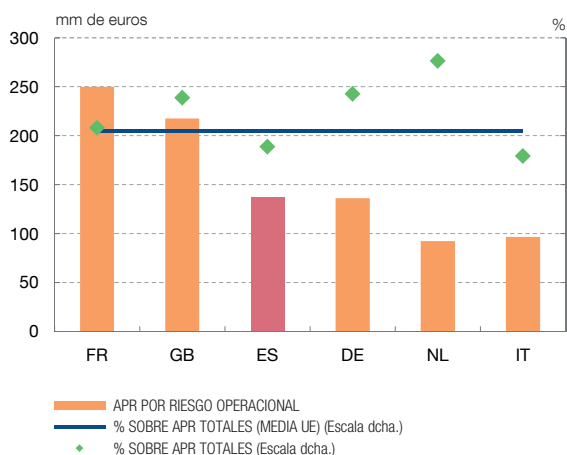
Los APR por riesgo operacional de las entidades españolas descendieron en los últimos 12 meses, debido a la disminución del indicador de volumen de negocio en que se apoya su cálculo. Así, a pesar de que el peso del riesgo operacional se mantenía estable en junio de 2020 en el entorno del 9,5 % sobre los APR totales, los activos ponderados por riesgo operacional se han reducido un 4,4 % en tasa interanual. A nivel europeo, con datos del último ejercicio de transparencia de la ABE referidos a diciembre de 2019³⁵, a pesar de que España ocupaba el tercer lugar del *ranking* por volumen de activos ponderados por riesgo operacional, el peso de éstos sobre los APR totales (9,4 %) se mantenía por debajo de la media europea (10,3 %) (véase gráfico 2.18). Esta diferencia se explica, fundamentalmente, por el mayor uso por parte de las entidades españolas del método estándar (vinculado a indicadores de volumen negocio), y no del método avanzado (vinculado a pérdidas pasadas) para el cálculo de los requerimientos de capital por riesgo operacional.

35 Véase *2020 EU-wide transparency exercise*.

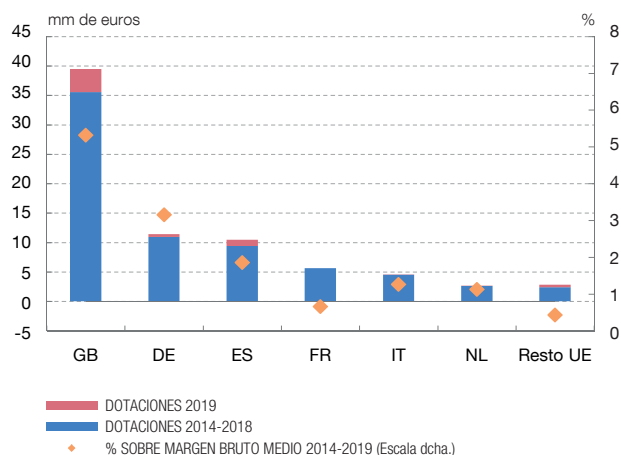
LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO OPERACIONAL SE HAN MANTENIDO RELATIVAMENTE ESTABLES EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, MIENTRAS QUE LAS PROVISIONES POR GASTOS LEGALES Y LITIGIOS FISCALES HAN AUMENTADO

Los APR por riesgo operacional se situaban a nivel europeo en el 10,3 % del total en diciembre de 2019. En España, aunque ocupa el tercer puesto en el *ranking* por volumen, el peso de los APR por riesgo operacional (9,4 %) es menor que el de los principales países europeos (solo por encima de Italia), y se sitúa por debajo de la media europea. Por su parte, los bancos europeos han registrado importantes dotaciones a provisiones por gastos legales y litigios fiscales en los últimos años. En 2019, Reino Unido y España fueron los países europeos que registraron el mayor aumento en dotaciones respecto al período 2014-2018.

1 APR RIESGO OPERACIONAL
Datos consolidados. Diciembre de 2019



2 DOTACIONES A PROVISIONES POR GASTOS LEGALES Y LITIGIOS FISCALES
Datos consolidados. Diciembre 2014 - Diciembre 2019



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

La dotación a provisiones por gastos legales y litigios fiscales de los bancos europeos se redujo en 2019. Las dotaciones realizadas en el período 2014-2018, de acuerdo con los ejercicios de transparencia publicados anualmente por la ABE, superaron en el conjunto del sector bancario europeo los 70 mm de euros hasta alcanzar el 2,3 % del margen bruto, aunque con heterogeneidad entre países (entre el 5,8 % de Reino Unido y el 0,8 % de Francia). España es el tercer país por volumen de dotaciones, alcanzando el 2 % del margen bruto. En 2019, los países con mayor aumento de provisiones respecto al período 2014-2018 fueron Reino Unido y España, y el país con mayor volumen de provisiones continuó siendo Reino Unido (véase gráfico 2.18).

2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

2.2.1 Sector financiero no bancario

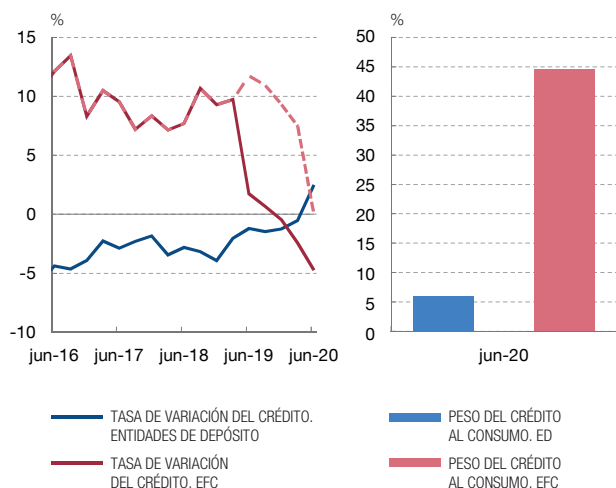
Establecimientos financieros de crédito

El saldo vivo del crédito otorgado por los establecimientos financieros de crédito (EFC) descendió en el último año como consecuencia de su evolución

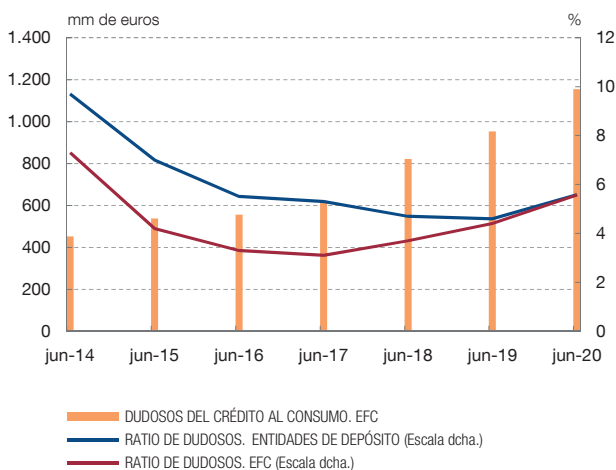
LOS EFC HAN REGISTRADO UNA CAIDA DEL CREDITO Y UN AUMENTO DE LA RATIO DE DUDOSOS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA DE COVID-19

El crédito de los EFC descendió en términos interanuales, debido al comportamiento registrado en el primer semestre de 2020 y, especialmente, al fuerte descenso observado en el segundo trimestre. En los últimos doce meses, la ratio de dudosos de estas entidades aumentó de forma similar a la de las entidades de depósito, si bien su modelo de negocio, fuertemente orientado hacia el crédito para consumo, hace que los EFC sean más vulnerables ante el potencial deterioro adicional de la capacidad de pago de los hogares.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO Y PESO DEL CRÉDITO A CONSUMO (a)
Negocios en España, DI



2 DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL CRÉDITO AL CONSUMO
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

a La línea punteada muestra la variación de crédito de aquellos EFC existentes en junio de 2020. Desde junio de 2019 varias EFC de tamaño significativo se han convertido en entidad de depósito, de ahí la caída notable que muestra la tasa de variación del crédito a partir de esa fecha (línea roja continua).

desde el inicio de la pandemia. Estas entidades mostraban, antes de la crisis del Covid-19, un gran dinamismo en la concesión de crédito, con crecimientos interanuales cercanos al 10 %. Sin embargo, en junio de 2020 dicha tasa se redujo hasta el -4,7 % (véase gráfico 2.19), reflejando la mayor vulnerabilidad de estas entidades con respecto a la perturbación de la pandemia, debido a su modelo de negocio, fuertemente orientado hacia el crédito al consumo.

Los dudosos del crédito para consumo otorgado por estas entidades han crecido hasta situar la ratio de dudosos en un nivel similar al de las entidades de depósito para este mismo segmento. El importante crecimiento del crédito para consumo registrado en los EFC había mantenido a la ratio de dudosos de estas entidades por debajo de la registrada en las entidades de depósito en los últimos años (véase gráfico 2.19). Sin embargo, la mayor desaceleración en la concesión de nuevos préstamos en el último año ha propiciado que las ratios de dudosos se hayan igualado. Dada la situación macroeconómica actual y las previsiones sobre su evolución futura, es previsible que la ratio de dudosos de estas entidades experimente presiones al alza.

La rentabilidad (ROE) del sector seguros en el primer semestre de 2020 se redujo 0,5 pp, con respecto al mismo periodo del año anterior, hasta alcanzar el 6,3%, siendo la contribución del segmento de vida determinante en esta evolución. Habiendo mantenido el sector un tamaño de balance y patrimonio relativamente estables en los últimos doce meses, la disminución de la rentabilidad vino marcada por la caída de los resultados del sector (-2,23%). La evolución interanual de los resultados contables del primer semestre fue dispar entre el segmento de vida (-13,9%) y el segmento de no vida (6,2%), que consiguió expandirse a pesar del impacto del Covid-19. Estas diferencias se reflejaron también en la evolución de los ingresos por primas, que en el segmento vida cayeron en el primer semestre de 2020 un 27,6% en términos interanuales, mientras que en el segmento no vida se incrementaron un 0,9% (véase gráfico 2.20). El peor comportamiento diferencial de los ingresos del segmento de vida estaría explicado en buena medida por la dificultad creciente de canalizar ahorro vinculado a los productos de seguro de vida en un entorno de tipos bajos.

La crisis del Covid-19 no ha implicado hasta la fecha cambios significativos en la posición de solvencia o la estructura de la cartera de inversión por tipo de producto de los tramos del sector. El sector asegurador mantenía en junio de 2020 una ratio de solvencia de 229,8%, 4,7 pp por debajo de la que presentaba un año antes. La cartera de inversión del segmento de seguros de vida se mantuvo concentrada en valores de deuda, con un peso del 76,9% en junio de 2020, con un mínimo descenso de 1,4 pp desde junio de 2019. La proporción de activos de mayor riesgo, como renta variable o participaciones en fondos (2,8% y 6,7% en junio de 2020) es mucho más reducida. Por el contrario, el segmento de seguros no vida presenta una cartera de inversión con un perfil más arriesgado, con un 13,8% en renta variable, 19,3% en participaciones en fondos y 15,1% en activos inmobiliarios.

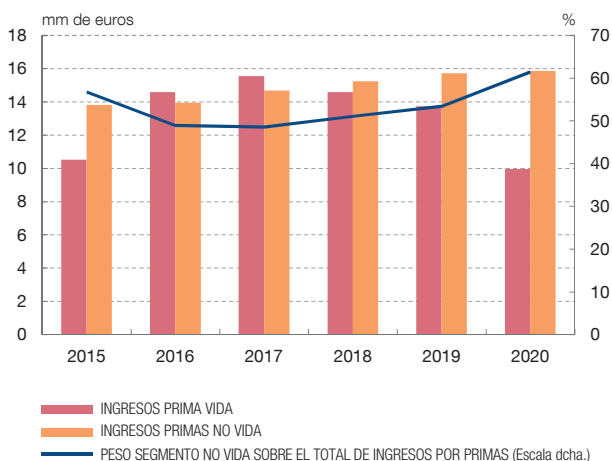
El mayor perfil de riesgo de las inversiones del segmento de no vida ofrece ventajas en términos de rentabilidad en un entorno de tipos bajos, pero implica la asunción de mayores riesgos. La intervención de los bancos centrales ha contenido hasta ahora el efecto negativo de la crisis del Covid-19 en las valoraciones de los activos financieros, lo que habría limitado los deterioros de balance asociados a la cartera de inversión, en particular, el segmento más arriesgado de no vida.

Durante el año 2020 se ha trabajado en la revisión de Solvencia II, el marco regulatorio de las entidades aseguradoras en la UE, en particular con el objetivo de reforzar su dimensión macroprudencial. Para informar la revisión de Solvencia II, que ha sido objeto de sendas consultas públicas a cargo de EIOPA (por sus siglas en inglés, *European Insurance and Occupational Pensions Authority*) y de

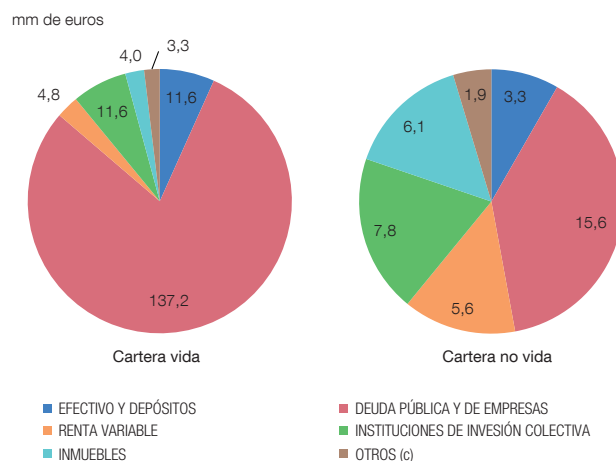
EL SEGMENTO DE SEGUROS DE NO VIDA PRESENTA UN AUMENTO DE SUS INGRESOS POR PRIMAS EN 2020, FRENTE A LA FUERTE CAÍDA INTERANUAL PARA EL SEGMENTO DE VIDA, MANTENIENDO TAMBIÉN UN MAYOR PESO DE ACTIVOS DE MÁS RIESGO EN SU CARTERA DE INVERSIÓN (a)

El segmento de seguros no vida en España presentó un aumento de sus ingresos por primas del 0,9 % en el primer semestre del año 2020, frente al descenso superior al 25 % del segmento de seguros vida. El segmento vida afronta una dificultad creciente para captar ahorro, con una cartera de inversión con un peso elevado (79,6 %) de bonos soberanos y corporativos con rentabilidades reducidas por el entorno de bajos tipos de interés.

1 INGRESOS POR PRIMAS Y RESULTADOS



2 DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS ASEGURADORAS (b)



FUENTE: ICEA.

- a Los seguros de vida pueden cubrir el riesgo de fallecimiento y/o incorporar un componente de ahorro ligado a la supervivencia del asegurado (siendo posibles los contratos mixtos que combinan ambos elementos), mientras que los seguros de no vida cubren una amplia variedad de riesgos (automóvil, salud, siniestros, hogar, etc.).
- b La cartera del segmento vida representa el 54,4 % de las inversiones del sector asegurador, mientras que el segmento no vida apenas alcanza el 12,7 %, correspondiendo el 32,9 % restante a inversiones afectas a fondos propios y a la cartera general.
- c La categoría otros incluye hipotecas y demás préstamos, derivados y el resto de categorías de activo.

la Comisión Europea, la JERS publicó en febrero de este año un informe³⁶ con diversas propuestas de política macroprudencial. De manera destacada, la JERS aboga por introducir en la legislación nuevos requerimientos de solvencia para prevenir y mitigar el comportamiento procíclico de las aseguradoras (mediante colchones de capital), y requerimientos de liquidez para abordar riesgos asociados a actividades específicas como la operativa de cobertura con derivados y la colocación de determinados productos, así como nuevos instrumentos para reducir los riesgos derivados de la originación de crédito por el sector asegurador en algunos países. La crisis del Covid-19 ha puesto de manifiesto la necesidad de reforzar la dimensión macroprudencial de la regulación para abordar riesgos sistémicos —para los que el marco de Solvencia II no fue inicialmente concebido— y la conveniencia de dotar al sector asegurador de un conjunto de instrumentos macroprudenciales comparable al actualmente disponible para el sector bancario.

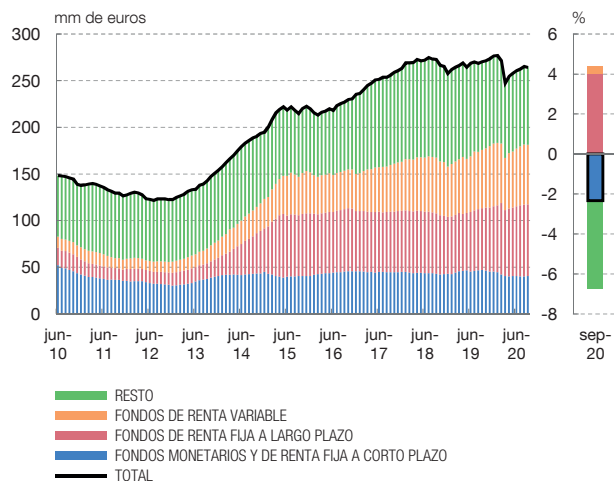
36 Véase ESRB February 2020 *Enhancing the macroprudential dimension of Solvency II*.

EL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CAYÓ CON FUERZA AL INICIO DE LA PANDEMIA, PERO SE HA RECUPERADO POSTERIORMENTE EN BUENA MEDIDA

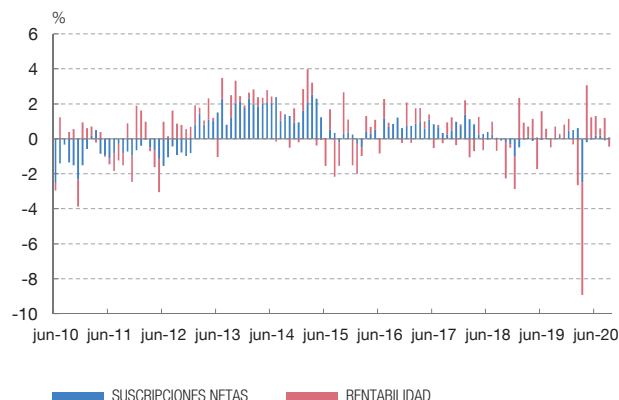
La fuerte caída en el patrimonio de los fondos de inversión en el inicio de la pandemia, tanto por el impacto negativo en su rentabilidad como por los reembolsos netos que se produjeron, se revirtió posteriormente por la recuperación en la rentabilidad, con una escasa contribución de las suscripciones netas en el patrimonio desde marzo de 2020. Los últimos datos disponibles (septiembre de 2020) muestran que la reducción del patrimonio de los fondos de inversión en tasa interanual (-2,3 %) se debe al comportamiento negativo de los fondos monetarios y de renta fija a corto plazo y, especialmente, de los fondos incluidos en la categoría «resto».

1 PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
DESGLOSE POR CATEGORÍA (a)

Volumen (izquierda) y crecimiento interanual a sep-20 (derecha)



2 CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA RENTABILIDAD Y DE LAS SUSCRIPCIONES NETAS



FUENTE: Inverco.

a La categoría «fondos de renta fija a largo plazo» incluye los fondos de inversión de renta fija a largo plazo, mixto renta fija, renta fija internacional y mixto renta fijo internacional. La categoría «fondos de renta variable» incluye los fondos de inversión de renta variable, mixto renta variable, renta variable internacional, y mixto renta variable internacional. La categoría «resto» incluye los fondos de inversión libre, fondos de gestión pasiva, fondos de retorno absoluto, fondos globales, y fondos de inversión garantizados.

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión se vio afectado negativamente por la pandemia en un primer momento, aunque se ha recuperado en buena medida durante el segundo trimestre. En concreto, en marzo de 2020 su patrimonio se redujo un 8,8 % en tasa intermensual, recuperándose posteriormente hasta registrar en junio una tasa de crecimiento trimestral del 5,4 %. A esta evolución positiva en el segundo trimestre contribuyó sobre todo la recuperación de la rentabilidad de los fondos, por la evolución favorable de las valoraciones en los mercados financieros, aunque no fue suficiente para revertir las pérdidas tras la irrupción de la pandemia, en particular en los fondos de renta variable. Por otra parte, según los últimos datos disponibles publicados por Inverco (septiembre de 2020), el patrimonio de los fondos de inversión ha caído un 2,3 % en tasa interanual (véase gráfico 2.21), a pesar de la evolución favorable de los fondos de renta fija a largo plazo, así como de los fondos de renta variable, en línea con el comportamiento positivo de los índices de los principales mercados bursátiles y el retroceso de las primas de riesgo en los últimos meses que se menciona en el capítulo 1.

El comportamiento de los fondos de pensiones desde el inicio de la pandemia ha sido similar al de los fondos de inversión. Así, en marzo de 2020 su patrimonio se redujo un 8,8 % en tasa intertrimestral, para recuperarse en el segundo trimestre y limitar la caída al 0,3 % en tasa interanual en junio. Esta evolución positiva en el segundo trimestre fue resultado tanto de las aportaciones netas como de la recuperación de la rentabilidad de los fondos de pensiones. Por otra parte, en septiembre (últimos datos disponibles publicados por Inverco), el patrimonio de los fondos de pensiones individuales (que representan cerca del 70 % del patrimonio agregado de los distintos sistemas de previsión —individual, empleo y asociado—) continuó recuperándose hasta registrar un crecimiento del 0,3 % en tasa interanual.

2.2.2 Interconexiones sistémicas

En España, el sector bancario es central para las actividades financieras de la economía, con un peso relativamente estable de más del 65 % en el total activo individual del sistema financiero privado. A su vez, el sector bancario mantiene exposiciones directas al sector financiero no-bancario (SFNB, formado por entidades como los fondos de inversión, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros) y está también expuesto indirectamente a sus mismos riesgos a través de inversiones en los mismos activos que forman las carteras de las entidades no bancarias. Aunque el tamaño de éstas últimas es mucho menor que el del sector bancario, sus vínculos con el mismo tendrían el potencial de afectar a la estabilidad financiera.

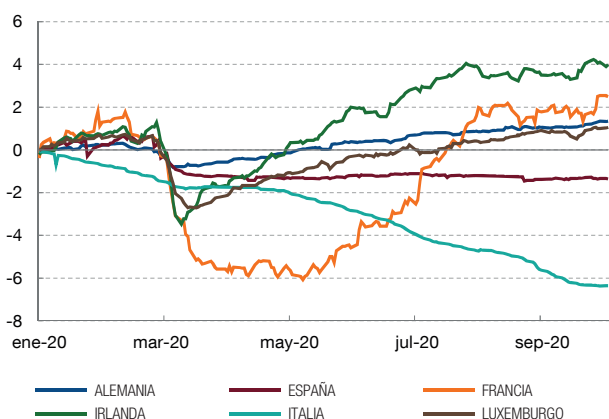
Los fondos de inversión representan un porcentaje relativamente reducido del sistema financiero doméstico, aunque su peso ha aumentado en los últimos años debido al crecimiento de su activo. En concreto, los fondos de inversión representan un 21 % del total activo individual del SFNB (un 7 % del total del sistema financiero). Los fondos de inversión constituyen uno de los sectores más diversificados geográfica y sectorialmente del sistema financiero español, por lo que, en principio, tendrían más posibilidades de mitigar los efectos de crisis locales. Sin embargo, la crisis del Covid-19 ha generado turbulencias en numerosos mercados a nivel mundial y los fondos de inversión de varios países han experimentado importantes salidas de inversores en busca de activos de menor riesgo y mayor liquidez.

Las ventas de activos que los fondos deben realizar para hacer frente a dichas salidas en momentos de tensión pueden generar caídas de precios considerables y causar pérdidas para otros sectores que mantienen en sus carteras los activos vendidos. Adicionalmente, se podrían producir espirales de ventas masivas y caídas de precios ante rebajas de calificación de emisores situados en el límite del «grado de inversión», debido a los mandatos de muchos fondos que

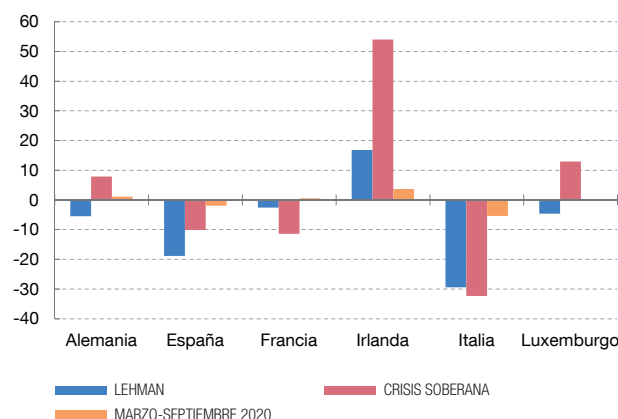
A PESAR DEL FUERTE IMPACTO INICIAL DE LA PANDEMIA EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN EUROPEOS, LAS SALIDAS NETAS DE CAPITALES DESDE MARZO HAN SIDO MÁS MODERADAS QUE EN CRISIS PREVIAS

En marzo de 2020 los fondos de inversión de varios países europeos experimentaron salidas de capitales netas de entorno al 2 % de su patrimonio. A partir de abril se observa una recuperación muy heterogénea, con fondos de países como Irlanda y Francia experimentando entradas netas superiores a las salidas anteriores, entradas netas en fondos españoles muy bajas y salidas continuadas en fondos italianos. Comparando la evolución marzo-septiembre de 2020 con la observada durante la crisis financiera global y la crisis soberana de 2012, las salidas registradas en 2020 son moderadas.

1 ENTRADAS NETAS ACUMULADAS DESDE 15 DE ENERO DE 2020
En % del patrimonio inicial (a)



2 ENTRADAS NETAS DE CAPITAL EN FONDOS DE INVERSIÓN EN VARIAS CRISIS
En % del patrimonio inicial (b)



FUENTE: Refinitiv.

- a El patrimonio inicial está calculado como el promedio de patrimonio entre el 8 y el 14 de enero, excepto para Alemania, calculado entre el 22 y el 28 de enero (debido a la escasa cobertura de Refinitiv para este país en el periodo anterior).
- b Los datos de «Lehman» corresponden al periodo julio 2007-diciembre 2008, los de «Crisis Soberana» corresponde a febrero de 2010-diciembre de 2012. En los tres casos, las cifras corresponden a flujos netos acumulados en el periodo respecto al patrimonio total en el mes anterior al periodo considerado.

requieren invertir en activos con *rating* por encima de esa calificación crediticia. Además del impacto directo de la caída de los precios en los resultados o el capital, los bancos verían afectado el valor de las garantías aceptadas o depositadas en operaciones financieras cuando las mismas consisten en los activos objeto de las ventas forzadas u otros impactados por dichas ventas. Como se ha comentado en el capítulo 1, por el momento las agencias especializadas no han llevado a cabo revisiones de estas valoraciones tan generalizadas como en la crisis financiera global, pero en escenarios más adversos, esto podría llegar a ocurrir.

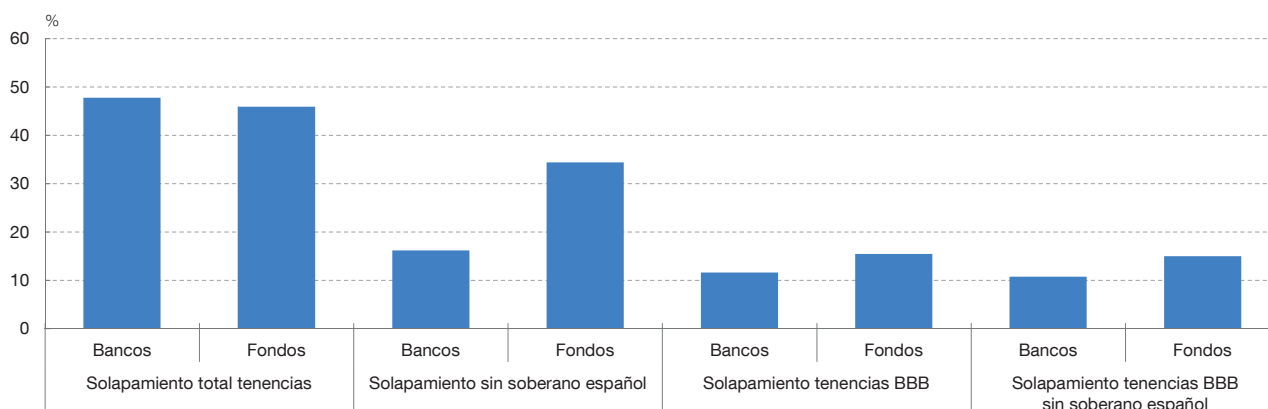
La crisis del Covid-19 provocó salidas de capitales significativas de los fondos de inversión de la zona euro. Las salidas se produjeron principalmente durante la segunda mitad de marzo y alcanzaron niveles en torno al 2 % del patrimonio total de los fondos antes de la irrupción de la pandemia (véase gráfico 2.22). A partir de abril, empezó a observarse una estabilización o reducción de estas salidas en función del país³⁷. Así, la

37 El programa temporal de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP) del BCE, que comenzó a implementarse el 25 de marzo, habría tenido un papel fundamental.

Gráfico 2.23

LOS BANCOS Y LOS FONDOS DE INVERSIÓN TIENEN UN ELEVADO PORCENTAJE DE SUS CARTERAS INVERTIDO EN ACTIVOS PROCEDENTES DE LOS MISMOS EMISORES (a)

Una parte relevante de las tenencias comunes se debe a la inversión en bonos soberanos. A la vez, el solapamiento es considerablemente más reducido en activos calificados en la franja de grado de inversión.



FUENTE: SHSS.

a El gráfico muestra las tenencias comunes (esto es, títulos de las mismas características emitidos por el mismo emisor) entre el sector bancario y el de fondos de inversión. Se muestra en el eje vertical el peso que representan dichas tenencias sobre el total de la cartera valores, o de ciertos segmentos de ésta, para cada sector. Por ejemplo, el sector bancario mantiene en su cartera de valores un porcentaje de tenencias comunes con los fondos de inversión de alrededor del 47 %. Se considera el valor de mercado de las tenencias que reportan las entidades (o el valor razonable, en su caso). Tenencias existentes en junio de 2020 y calificaciones crediticias actualizadas a septiembre de 2020.

situación a principios de octubre presenta una elevada heterogeneidad; mientras que los fondos de algunos países habían recibido suscripciones netas mayores que las retiradas experimentadas en marzo (como los de Irlanda o Francia, a pesar de que éste último presentó salidas especialmente severas), los fondos de otros países siguen registrando salidas netas de capital (como los de Italia). Los fondos españoles contuvieron las salidas netas a principios de abril, manteniéndose estable su situación desde entonces. Las salidas de marzo fueron considerables (en el caso de España, las caídas relativas al patrimonio fueron mayores que el 95% de las caídas mensuales observadas desde 2005). Sin embargo, la evolución acumulada desde marzo hasta septiembre es significativamente menos negativa que la observada en la crisis financiera global del 2007-2008 o la crisis soberana del 2010-2012. La actuación decidida del BCE y de las autoridades nacionales³⁸ habrían contribuido a estabilizar los flujos en los fondos de inversión.

Los bancos y los fondos de inversión tienen un elevado porcentaje de sus carteras invertido en activos de los mismos emisores, en particular de soberanos. El gráfico 2.23 muestra el solapamiento entre las carteras de valores negociables entre bancos y fondos de inversión y el efecto que tienen las tenencias

38 Ver, por ejemplo [FSR del BCE de Mayo de 2020](#).

de los bonos del Estado en esta medida de similitud de carteras (la cartera de valores negociables representa un 24 % del total activo bancario en términos individuales). Se observa que, si se excluyen las tenencias soberanas, el solapamiento se reduce considerablemente, sobre todo medido en términos del total de la cartera bancaria, pasando de un 48 % al 16 %. En el contexto de unas hipotéticas ventas forzadas, se espera que la caída de los precios de las tenencias soberanas sea menor que la que se daría en títulos emitidos por el sector privado, dada la mayor profundidad de esos mercados y su mayor liquidez. Con respecto a las tenencias que se encuentran en el límite del grado de inversión³⁹, se observa que el grado de solapamiento de las carteras es mucho menor, ya que se sitúa entre el 12 % (para bancos) y el 15 % (para los fondos). El efecto de excluir las tenencias de bonos soberanos próximas al grado de inversión es menor, ya que éstas suponen un porcentaje muy reducido de las tenencias (y comprenden emisiones de entes públicos regionales o locales). Por tanto, las posibles rebajas repentinas de calificación en los segmentos más vulnerables y las ventas forzadas por parte de los fondos de estos activos tendrían efectos acotados a través de las tenencias de títulos comunes. No obstante, estos efectos podrían verse amplificadas por la correlación existente entre los precios de activos no comunes, pero similares, en las carteras de los sectores financieros.

2.2.3 Infraestructuras de mercados financieros bajo la crisis del Covid-19

La crisis generada por el Covid-19 ha supuesto un importante reto para las infraestructuras de los mercados financieros (IMF) que, como actividad económica esencial, debían continuar operativas en todo momento. En un contexto de incertidumbre, motivado por las medidas de confinamiento y la volatilidad en los volúmenes de operaciones procesados, las IMF se han adaptado rápidamente. Han introducido masivamente el trabajo en remoto y reforzado las medidas de seguridad ante los mayores riesgos operativos y de ciberseguridad derivados de la nueva situación, garantizando la continuidad de sus actividades.

Las infraestructuras de valores, en particular las entidades de contrapartida central (ECC), han tenido fuertes picos de procesamiento de operaciones, superando con éxito el reto al que se han enfrentado. Las ECC experimentaron picos de actividad en marzo y elevados incrementos en los requerimientos de márgenes variables e intradía, normalizándose la situación en los meses posteriores, aunque manteniéndose los requerimientos de márgenes en niveles más elevados que los previos a la crisis. No se han producido incidentes

³⁹ Se consideran los *ratings* disponibles a 16 de septiembre 2020, asignados por una de las agencias de calificación reconocidas por el BCE y homogeneizados a la escala de S&P, de tal manera que se consideran en el límite inferior del grado de inversión todas las tenencias cuyo emisor reciba una calificación entre BBB+ y BBB-.

operativos de importancia en este tipo de infraestructuras, ni en España ni en el resto de Europa⁴⁰.

No obstante, la volatilidad registrada en los mercados durante las primeras semanas de la crisis tensionó el funcionamiento de la plataforma TARGET2-Securities⁴¹, debido a la concentración de operaciones de liquidación en ciertos momentos del día, ocasionando algunos incidentes de menor importancia. Los picos de operaciones en algunos momentos de la segunda mitad de marzo llegaron a superar el doble del promedio habitual de operaciones diarias. Estos picos pusieron a prueba la capacidad de procesamiento de la plataforma en ciertos momentos, lo que generó algunos retrasos. El operador tomó medidas correctoras de aplicación inmediata, reforzó la capacidad de procesamiento y, a mediados de abril, la situación fue retornando paulatinamente a la normalidad. En cualquier caso, la estabilidad del sistema financiero no se ha visto comprometida por los incidentes referidos, que tuvieron un carácter eminentemente técnico y no incrementaron los riesgos financieros.

Los sistemas de pago, tanto en España como en el resto de la zona euro, han respondido también con prontitud ante la pandemia y mantenido su operativa sin incidencias, tanto a nivel mayorista como minorista. En el ámbito mayorista, TARGET2⁴² experimentó fluctuaciones atípicas en términos interanuales en los volúmenes de operaciones en un primer momento de la pandemia, pero que se han ido normalizando a lo largo de los meses siguientes. En el segmento minorista, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE)⁴³ ha prestado sus servicios con normalidad, aunque la crisis ha supuesto reducciones de sus operaciones, tanto en términos de volumen como en valor. Aun así, el comportamiento ha sido desigual según el instrumento de pago. En concreto, las transferencias inmediatas han experimentado una fuerte expansión, que podría explicarse en parte por la proliferación de ciertas aplicaciones electrónicas de pagos como alternativa al efectivo. Se observa, no obstante, una recuperación de la operativa global del SNCE a partir de junio, coincidiendo con el levantamiento progresivo de las medidas restrictivas del estado de alarma, al estar esta operativa estrechamente ligada al consumo privado y a la actividad económica en general.

Tampoco se han producido incidentes reseñables en la operativa de los pagos con tarjeta, que se ha visto afectada por la preferencia de los

40 Para España, se consideran ECC (BME Clearing) y el depositario central de valores (Iberclear).

41 TARGET2-Securities, plataforma paneuropea operada por el Eurosistema para la liquidación centralizada en dinero de banco central de las operaciones de valores en euros o en otras monedas.

42 TARGET2, sistema interbancario de liquidación bruta en tiempo real en euros, de importancia sistémica, operado por el Eurosistema.

43 Sistema para pagos minoristas español que procesa, entre otros instrumentos, transferencias y adeudos directos.

consumidores por las alternativas de instrumentos de pago electrónico frente al uso del efectivo, con un descenso acusado en las disposiciones de efectivo en cajeros automáticos. Además, se ha observado un aumento del peso relativo de los pagos presenciales sin contacto, tanto con tarjetas físicas como digitalizadas en dispositivos móviles⁴⁴, y un aumento del peso relativo de los pagos remotos.

44 Al aumentar el umbral de pago de 20€ hasta 50€ para compras sin necesidad de clave en el contexto de distanciamiento social.

EFFECTOS DE LA PANDEMIA SOBRE LOS SISTEMAS BANCARIOS INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES PARA ESPAÑA

Los grandes grupos bancarios españoles iniciaron a partir de los años 90 un proceso amplio de internacionalización, que les ha llevado a tener una presencia relevante en el Reino Unido, Estados Unidos, América Latina (en particular, México y Brasil), Turquía y el resto de la Unión Europea. En conjunto, cerca del 50% de los activos financieros consolidados de las entidades de depósito españolas se encuentran fuera del territorio nacional (véase gráfico 2.4 en el texto principal). El modelo de expansión seguido, con carácter general, se caracteriza por la autonomía financiera y operativa mediante filiales, en contraste con el modelo de sucursales que carecen de personalidad jurídica separada de su matriz¹.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, este modelo limita ciertos canales de contagio de riesgo a las entidades matrices en España en caso de eventuales turbulencias financieras en el país de la filial², lo que resulta particularmente relevante en el caso de las economías más volátiles, como son las emergentes. El objetivo de este Recuadro es analizar la evolución durante los últimos meses de los sistemas bancarios en los que concentran su negocio exterior los bancos españoles, considerando las potenciales consecuencias negativas de la crisis sanitaria sobre el sector, el efecto de las amplias medidas de apoyo puestas en marcha por las respectivas autoridades, y describir algunos de los riesgos que ya se estarían materializando.

Gráfico 1
SITUACIÓN DE LA PANDEMIA A SEPTIEMBRE DE 2020

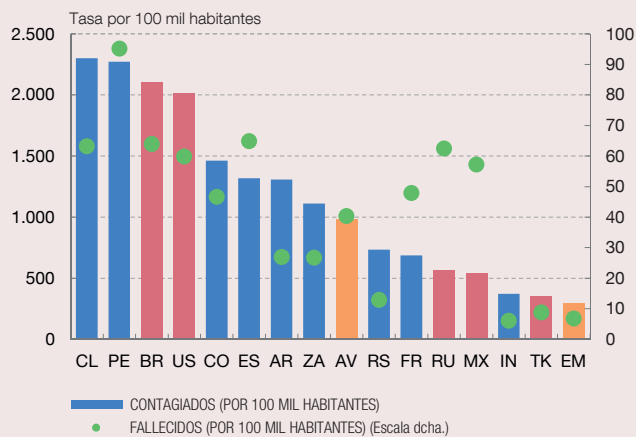


Gráfico 2
ÍNDICE OXFORD DE SEVERIDAD DE RESTRICCIONES A LA MOVILIDAD

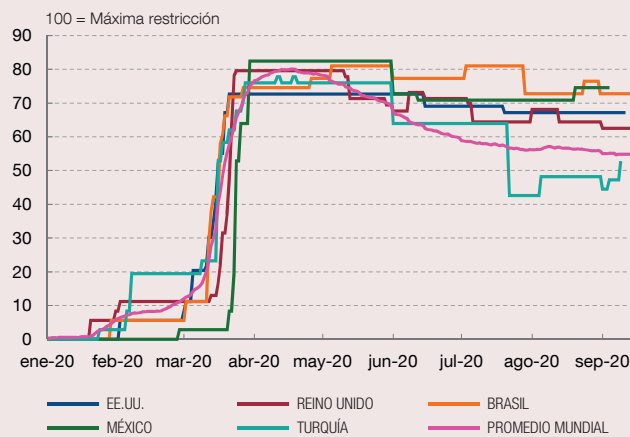


Gráfico 3
VARIACIÓN DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2020

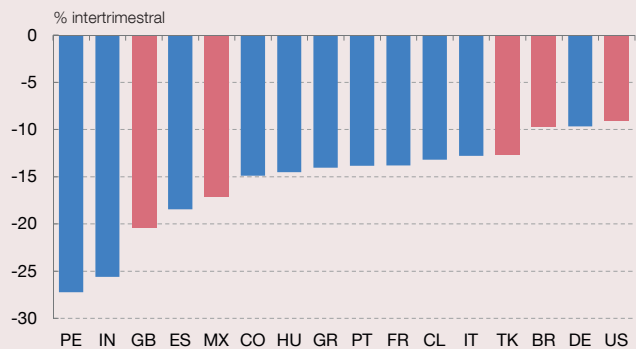
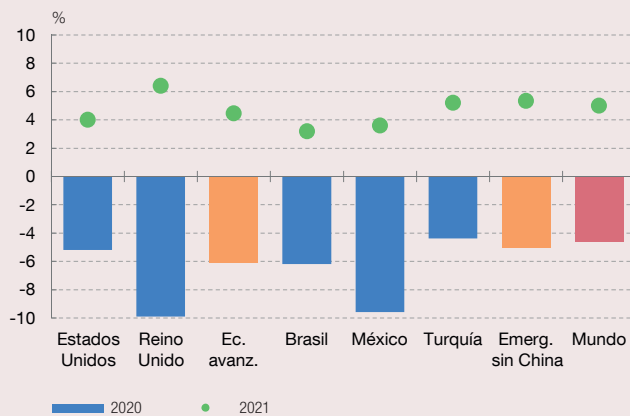


Gráfico 4
PREVISIONES DE VARIACIÓN DEL PIB



FUENTES: Johns Hopkins, Consensus, Estadísticas Nacionales y Oxford.

1 Véase Argimón, I. (2019), «Estrategias de internacionalización de la banca española: comparación y características», Boletín Económico 1/2019.
2 Véase el Capítulo 3 del informe «Macroprudential policy implications of foreign branches relevant for financial stability», Junta Europea de Riesgo Sistémico, diciembre de 2019.

EFFECTOS DE LA PANDEMIA SOBRE LOS SISTEMAS BANCARIOS INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES PARA ESPAÑA (cont.)

Los cinco países más relevantes para el sistema bancario español se sitúan entre los más afectados por la pandemia de Covid-19 (véase gráfico 1). En concreto, en septiembre de 2020, Estados Unidos era el país más afectado del mundo en términos absolutos de número de contagios y de fallecidos, y el noveno en contagios por millón de habitantes. Brasil era el tercer país con mayor número de contagiados, séptimo en contagios por millón de habitantes, y segundo en fallecidos. Reino Unido era el segundo país europeo más afectado en términos absolutos y noveno en términos relativos. México, por su parte, era el quinto país con más afectados en términos absolutos, cerca del Reino Unido en términos per cápita, y registraba una tasa de letalidad más elevada que el resto. Tan solo en Turquía, las cifras de la propagación de la pandemia no han sido tan elevadas, presentando, además, una baja tasa de mortalidad, de acuerdo con las estadísticas disponibles.

Para tratar de frenar la propagación de la enfermedad, todos estos países adoptaron medidas de restricción a la movilidad individual y al normal funcionamiento de la actividad económica, asimilables, a grandes rasgos, a las del resto de países del mundo (véase gráfico 2). Estas medidas, junto con los efectos de la pandemia en el comportamiento de los agentes, y, en el caso de las economías emergentes, las turbulencias financieras en marzo y abril, incluyendo elevadas salidas de capitales, provocaron fuertes contracciones de la actividad y aumentos de las tasas de paro (véase gráfico 3). Las previsiones de crecimiento del PIB más recientes del consenso de los analistas apuntarían a una caída importante del PIB este año, que no revertiría por completo en ninguna de las jurisdicciones en 2021 (véase gráfico 4). En 2020, Reino Unido, México y, en menor medida, Brasil, registrarían contracciones superiores a las del conjunto de economías avanzadas y emergentes, respectivamente, mientras que Estados Unidos y Turquía se espera que caigan algo menos que la media de las economías de referencia. En 2021, tan solo Reino Unido crecería por encima de la media de las economías de referencia en cada caso (véase gráfico 1.4).

Al igual que el resto de principales economías, todos estos países han puesto en marcha medidas de política

económica de amplio espectro para hacer frente a las consecuencias de la pandemia³. Las actuaciones en materia de política fiscal y monetaria buscan apoyar al conjunto de la economía, lo que tiene efectos beneficiosos sobre todos los sectores, incluyendo el financiero. Algunas medidas se han orientado más directamente a apoyar al sistema financiero, como los programas de apoyo al crédito, las moratorias en los pagos, garantías y avales del Estado, y otras actuaciones relacionadas con la supervisión de las entidades. Las principales características de estas medidas están recogidas en la Tabla 1. Aunque con algunas diferencias, las medidas son bastante similares en todos los países, y persiguen un triple objetivo: a) promover la concesión de crédito; b) proveer de liquidez al sistema; y c) mitigar el impacto adverso de la crisis en el capital de las entidades.

En este contexto, el crédito en estos sistemas bancarios ha continuado creciendo en la primera mitad de 2020 (véase gráfico 5). Este crecimiento se ha producido fundamentalmente por el crédito a empresas debido, en un primer momento, a la disposición de las líneas de crédito ya concedidas y, posteriormente, a los programas de apoyo público establecidos por los diferentes gobiernos para promover la concesión. Por otro lado, y, como ha ocurrido también en otros países, el crédito a los hogares se ha ralentizado. En México, donde no se han aprobado programas de ayuda de este tipo, el comportamiento del crédito ha sido mucho más moderado, reduciéndose su tasa de crecimiento interanual. Asimismo, en aquellos países en los que el peso de la banca pública es más relevante, como Brasil y Turquía, en los que su cuota de mercado es superior al 45 % y 40 %, respectivamente, se ha producido un notable incremento de la financiación pública durante el primer semestre en comparación con periodos anteriores.

A pesar de la desfavorable situación económica, la ratio de activos dudosos no ha experimentado incrementos reseñables hasta junio de este año (véase gráfico 6) como consecuencia del aumento de la actividad crediticia (aumento del denominador de la ratio) y por la existencia del periodo de 90 días que transcurre desde que se produce el primer impago hasta que un crédito es reconocido como dudoso. De hecho, en Turquía la ratio ha mejorado

3 El detalle de las principales medidas adoptadas por los gobiernos y bancos centrales de EEUU y Reino Unido puede consultarse en Cuadro-Sáez, L., López-Vicente, F. S., Párraga Rodríguez, S., y F. Viani (2020), «Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido», Documentos Ocasionales, n.º 2019, agosto de 2020, Banco de España. Para las principales medidas adoptadas inicialmente en Brasil y México, véase Banco de España (2020), «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», 29 de abril, Artículos Analíticos, Boletín Económico 2/2020.

EFFECTOS DE LA PANDEMIA SOBRE LOS SISTEMAS BANCARIOS INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES PARA ESPAÑA (cont.)**Cuadro 1**
MEDIDAS ADOPTADAS PARA AFRONTAR LAS CONSECUENCIAS DE LA PANDEMIA SOBRE EL SECTOR BANCARIO

País	Moratorias	Medidas de fomento del crédito	Medidas supervisoras
México	<p>Moratorias para hipotecas, préstamos al consumo, tarjetas de crédito, préstamos a pymes y a empresas (desde el 26 de marzo al 31 de julio de 2020)</p> <p>Diferimiento del pago de capital y/o intereses entre 4 y 6 meses</p> <p>Para todo tipo de clientes cuya fuente de ingresos se encuentre afectada por la pandemia</p>	No se han establecido	<p>Recomendación de no repartir dividendos</p> <p>Posibilidad de uso del colchón de conservación de capital para la concesión de crédito</p> <p>Retraso de la entrada en vigor de ciertos estándares internacionales, como IFRS 9 o TLAC</p> <p>Relajación de los requerimientos locales de liquidez durante 6 meses</p>
Brasil	<p>No se han establecido moratorias públicas generales. Las entidades de crédito han definido medidas de diferimiento privadas con diferentes características</p> <p>Suspensión de hasta 6 meses de la amortización de los préstamos indirectos del BNDES (abril a septiembre de 2020)</p>	<p>Apoyo de bancos públicos y el BNDES</p> <p>PESE (Programa de Emergencia de Soporte a Empleos): financiación de nóminas de empresas con facturación de hasta 10 M BRL en la primera fase (hasta junio 2020) y hasta 50 M BRL en la segunda (hasta octubre 2020). Garantía del 85 %. Plazo 3 años</p> <p>PRONAMPE (programa de apoyo a la pequeña y mediana empresa): para empresas con facturación hasta 4,8 M BRL (hasta noviembre de 2020). Garantía del 85 %. Plazo 3 años</p> <p>PEAC (programa de emergencia de acceso al crédito): para empresas con facturación hasta 300 M BRL (hasta diciembre de 2020). Garantía del 80 %. Plazo hasta 5 años</p>	<p>Limitación temporal de la distribución de resultados por encima del mínimo legal durante 2020</p> <p>Reducción del colchón de conservación de capital del 2,5 % al 1,25 % y medidas adicionales de reducción de requerimientos como el cambio de la ponderación para pymes del 100 % al 85 % en operaciones realizadas entre abril y diciembre</p> <p>Exención de reclasificación e incremento de provisiones para créditos que sean objeto de renegociación con motivo del Covid-19 de marzo a septiembre</p>
Reino Unido	<p>Moratorias legislativas para hipotecas (19 de marzo al 31 de octubre), préstamos personales, tarjetas de crédito y financiación de automóviles (9 de abril al 31 de octubre)</p> <p>Diferimiento del pago de capital e intereses por un periodo desde 3 a 6 meses</p> <p>Diversas medidas privadas</p>	<p>Programas con garantía del estado:</p> <ul style="list-style-type: none"> - CBILS (<i>Coronavirus Business Interruption Loan Scheme</i>): financiación a empresas con facturación anual de hasta 45M GBP (hasta 30 de septiembre). Plazo entre 3 y 6 años. Garantía del 80 % - CLBILS (<i>Coronavirus Large Business Interruption Loan Scheme</i>): financiación a empresas con facturación anual superior 45M GBP (hasta 30 de septiembre). Plazo hasta 3 años. Garantía del 80 % - BBLS (<i>Bounce Back Loan Scheme</i>) financiación para todo tipo de empresas (hasta 4 de noviembre). Plazo 6 años. Garantía del 100 % <p>Programa de compra de deuda a corto plazo emitida por grandes empresas del Banco de Inglaterra</p>	<p>Recomendación de no pagar dividendos hasta enero de 2021</p> <p>Reducción del colchón anticíclico al 0 % durante 12 meses</p> <p>Mantenimiento de los requerimientos de Pilar 2A para 2020 y 2021</p> <p>Flexibilización de reclasificación e incremento de provisiones para créditos que sean objeto de renegociación con motivo del Covid-19 de marzo a octubre</p>

FUENTES: Bancos Centrales Nacionales y Banco de España.

significativamente durante el semestre después de una tendencia alcista desde 2018, lo cual se explica porque, además, se ha introducido un cambio normativo que ha extendido, hasta finales de 2020, de 90 a 180 días el periodo de impago para reconocer un préstamo como dudoso.

Adicionalmente, con carácter general, todos los países han puesto en marcha programas públicos de moratorias generalizadas, con la excepción de Brasil, donde cada entidad aplica medidas discrecionales amparadas en la flexibilidad permitida temporalmente por el banco central

EFFECTOS DE LA PANDEMIA SOBRE LOS SISTEMAS BANCARIOS INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES PARA ESPAÑA (cont.)**Cuadro 1**
MEDIDAS ADOPTADAS PARA AFRONTAR LAS CONSECUENCIAS DE LA PANDEMIA SOBRE EL SECTOR BANCARIO (cont.)

País	Moratorias	Medidas de fomento del crédito	Medidas supervisoras
Estados Unidos	<p>Aplazamiento de capital y/o intereses, con recomendación de que no exceda de 6 meses</p> <p>Aplicable a todos los productos, excepto algunas hipotecas</p> <p>Finalización cuando ocurra primero alguno de los dos eventos: (a) 60 días tras la finalización del estado de alarma o (b) 31 de diciembre de 2020</p> <p>Para préstamos que no estuvieran vencidos durante más de 30 días el 31 de diciembre de 2019</p>	<p>PPP (<i>Paycheck Protection Program</i>): destinado a pymes con menos de 500 empleados (finalizado en agosto, pero podría ser ampliado cuando se apruebe un nuevo paquete de estímulos fiscales). Plazo de 2 años. Garantía del 100 %</p> <p><i>Main Street Program</i>: destinado a empresas con menos de 15.000 empleados o ingresos anuales inferiores a 5.000 m. dólares. Plazo 5 años. Garantía del 95 %. Puede ser solicitado hasta diciembre de 2020</p>	<p>Restricciones al reparto de dividendos en 2020 para los mayores bancos del país</p> <p>Relajación de los requerimientos de TLAC y apalancamiento</p> <p>Incentivos a utilizar los colchones para la concesión de crédito</p>
Turquía	<p>Aplicable a todo tipo de préstamos</p> <p>Diferimiento de 3 meses para clientes minoristas y de 6 meses para mayoristas, pudiendo extenderse en ambos casos hasta final de año si el cliente lo solicita</p> <p>Aplazamiento del pago de capital y/o intereses</p>	<p>Aumenta el límite del <i>Credit Guarantee Fund</i> (programa estatal de créditos a pymes) de TRY 25.000 m. a TRY 50.000 m. No tiene fecha de finalización. Garantía del 80 %</p> <p>Asset ratio: nuevo requerimiento definido como préstamos y valores entre depósitos, que debe ser mayor al 95 %, penalizando la actividad en moneda extranjera</p> <p>Capitalización de los tres bancos públicos a través del «<i>wealth fund</i>» (\$2.970 m. dólares)</p>	<p>Restricciones al reparto de dividendos en 2020 para los mayores bancos del país</p> <p>Relajación de los requerimientos de TLAC y apalancamiento</p> <p>Incentivos a utilizar los colchones para la concesión de crédito</p>

FUENTES: Bancos Centrales Nacionales y Banco de España.

para clasificar los préstamos como dudosos. Los vencimientos de dichas moratorias se concentran a lo largo del segundo semestre de 2020. Por tanto, es previsible que sea a partir del último trimestre de este año y al comienzo de 2021 cuando se haga más evidente el deterioro de la calidad crediticia, anticipándose un aumento de la mora y las reestructuraciones.

La rentabilidad de los distintos sistemas bancarios ha comenzado ya a deteriorarse durante el primer semestre (véase gráfico 7). Con carácter general, la cuenta de resultados de las entidades ha comenzado a reflejar los primeros impactos de la pandemia, fundamentalmente a través de unos menores ingresos, por unas menores comisiones derivadas de la reducción de la actividad comercial y, sobre todo, por unas mayores dotaciones de provisiones por deterioro realizadas por las entidades para hacer frente al nuevo escenario macroeconómico. En Turquía, que supone una excepción en este patrón, cabe destacar que la ligera mejora en la rentabilidad del sistema bancario está soportada exclusivamente por la banca

pública (+28 pb hasta un ROA del 0,76 %), ya que la rentabilidad en la banca privada ha presentado un comportamiento similar al del resto de países analizados.

Con respecto a la liquidez, en la mayoría de países se mantiene una situación holgada, con ratios por encima de los mínimos regulatorios (e incluso superiores al inicio de la crisis), gracias a los programas de inyección de liquidez de los bancos centrales, que permitieron a las entidades hacer acopio en previsión de posibles necesidades futuras, que no se han materializado por el momento. Como excepción, destacar que en México algunos bancos pequeños focalizados en el negocio minorista experimentaron ciertas tensiones de liquidez durante los meses de marzo y abril, pero que ya han sido superadas.

Por último, en cuanto a la solvencia de las entidades bancarias, no se aprecian impactos relevantes en las ratios de capital, que continúan relativamente estables y por encima de los mínimos regulatorios en todos los países (véase gráfico 8). Contribuye a esta estabilidad de las ratios de solvencia la aplicación de varias disposiciones

EFFECTOS DE LA PANDEMIA SOBRE LOS SISTEMAS BANCARIOS INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES PARA ESPAÑA (cont.)

Gráfico 5
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (a)

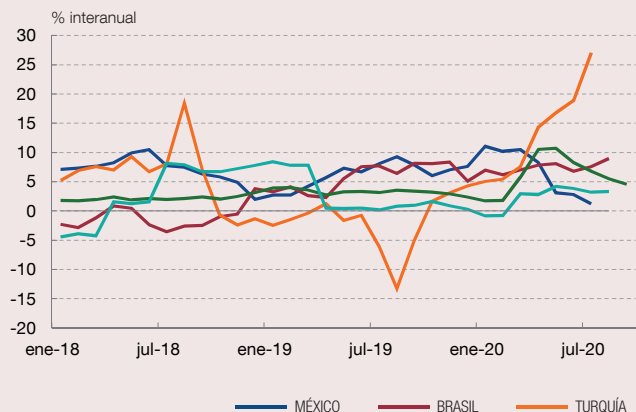


Gráfico 6
PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO

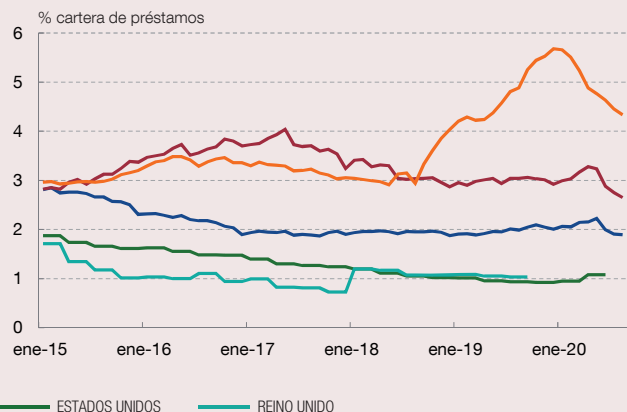


Gráfico 7
RENTABILIDAD (b)

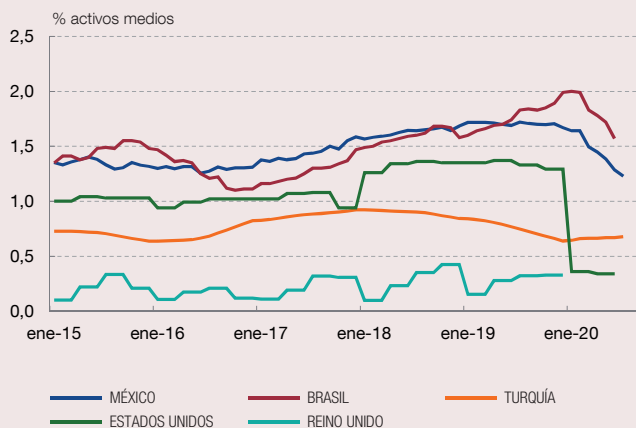


Gráfico 8
CAPITAL REGULATORIO

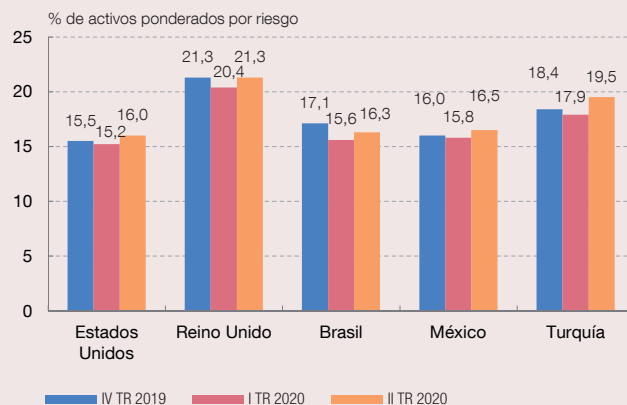


Gráfico 9
CALIFICACIONES DE EMPRESAS: EMERGENTES

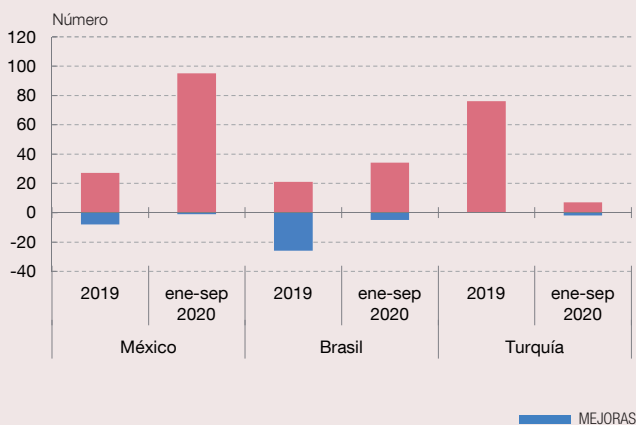
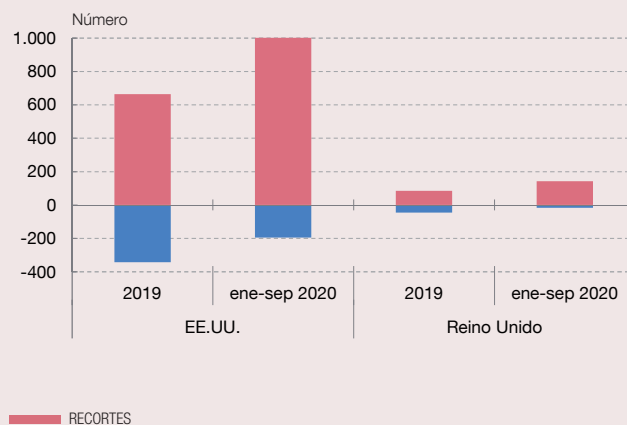


Gráfico 10
CALIFICACIONES DE EMPRESAS: AVANZADAS



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv y FMI.

a En términos reales.
b Rendimiento sobre los activos medios (ROA).

EFFECTOS DE LA PANDEMIA SOBRE LOS SISTEMAS BANCARIOS INTERNACIONALES MÁS RELEVANTES PARA ESPAÑA (cont.)

adoptadas por las autoridades, destacando la recomendación generalizada de no repartir dividendos (véase Tabla 1). Adicionalmente, al igual que en la Unión Europea, también se han tomado otra serie de medidas enfocadas a minimizar los impactos provenientes de la evolución de los mercados y reducir los requerimientos de forma transitoria.

En definitiva, a pesar de los efectos adversos de la pandemia de COVID-19, los principales indicadores de los sistemas bancarios más relevantes para la banca española no se han deteriorado significativamente por el momento, en buena medida por la rápida adopción de medidas de apoyo por parte de las autoridades de dichos países. No obstante, las perspectivas para estos sistemas

bancarios están sujetas a riesgos a la baja significativos, por la posible evolución desfavorable de la pandemia, su incidencia macroeconómica, y el probable deterioro crediticio asociado, como anticipan los abundantes recortes de las calificaciones de riesgo en el sector corporativo (véanse los gráficos 9 y 10). Estos elementos se ven acentuados en el caso de algunas economías emergentes por su mayor vulnerabilidad macrofinanciera. Por último, algunas de las actuaciones de las autoridades conllevan también ciertos riesgos que deben ser tenidos en cuenta, como la posible segmentación de los mercados por la actuación de la banca pública o la asunción de importantes costes fiscales por parte del sector público.

EVOLUCIÓN DE LA OPINIÓN DE LOS ANALISTAS SOBRE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS ESPAÑOLES ANTE EL IMPACTO DEL COVID-19

El estudio de las opiniones y tono de comunicación en los informes financieros, discursos de política monetaria y otro tipo de mensajes públicos se utiliza de forma creciente en el ámbito del análisis de los mercados financieros. Así, algunos autores¹ han analizado la forma en que los mensajes de los bancos centrales o la tonalidad de los discursos pueden afectar a la evolución de las cotizaciones bursátiles y otros indicadores financieros.

Este tipo de trabajos persigue la transformación de una información de carácter cualitativa y desestructurada en cuantitativa y estructurada. Concretamente, el análisis del sentimiento se basa en la clasificación de documentos según dos valores extremos (positividad o negatividad)² que permiten conocer el grado de polaridad (o tonalidad) de un documento con el objetivo de obtener un índice cuantitativo.

En esta línea, el objetivo de este Recuadro es evaluar el impacto de la crisis del Covid en el tono de la comunicación de los informes publicados por los analistas sobre la banca española y relacionarlo con los movimientos de las cotizaciones que se han producido en bolsa.

Por tanto, el primer objetivo de este trabajo es transformar el contenido cualitativo de esos informes en un indicador numérico. Para ello, el primer paso consiste en la creación de una base de datos con informes de analistas y agencias de *rating*³ sobre los bancos españoles⁴, incluyendo el

periodo inmediatamente anterior («pre-Covid») y el inmediatamente posterior al inicio del estado de alarma («post-Covid»)⁵. En segundo lugar, se utiliza un diccionario que permite clasificar las palabras de cada uno de los informes según su connotación positiva, negativa o neutra y obtener un índice del sentimiento (IS) de cada informe⁶. En tercer lugar, una vez se dispone de un índice para cada documento, es posible comparar la mediana⁷ de los valores en los periodos, así como su dispersión y distribución en general.

Para la clasificación del sentimiento de las palabras se ha utilizado el diccionario de *Loughran y McDonald (2011)*⁸, que distingue entre palabras positivas, negativas y neutras, y fue elaborado para su utilización en textos de contenido financiero en lengua inglesa. El IS de cada informe se calcula como la ratio de la diferencia entre las palabras positivas y negativas, y el total de palabras de cada documento⁹. Así, el índice toma valores entre -1 (máxima negatividad posible) y 1 (indicando que el total de palabras de un documento son positivas). Además, se considera que el índice es neutro si el valor obtenido es igual a cero, bien porque existe equivalencia entre el número de palabras positivas y negativas o porque la totalidad de las palabras son neutras¹⁰.

Los resultados sugieren que se ha producido un empeoramiento general del sentimiento de los analistas hacia los bancos europeos, al ser más frecuente encontrar

1 Véase Apergis, N., e I. Pradigis (2019), «*Stock Price Reactions to Wire News from the European Central Bank: Evidence from Changes in the Sentiment Tone and International Market Indexes*» y Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., y B. Segal (2010), «*Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals*».

2 La positividad (negatividad) de un documento queda recogida como el número de palabras positivas (negativas) dentro del total de palabras. La clasificación de una palabra dada como positiva o negativa se basa en su contraste con un diccionario prefijado por el investigador.

3 Se incluyen las siguientes fuentes de datos: *Bloomberg Intelligence*, *S&P Global*, *Deutsche Bank Research*, *Morgan Stanley Research*, *Moodys* y *Fitch Connect* (todos ellos en inglés).

4 En el caso de España, se incluyen informes de los cinco principales bancos cotizados: Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia y Sabadell, que representan el 93 % de la capitalización bursátil de las entidades españolas. La muestra se compone de 73 informes para el periodo pre-Covid y 138 para el post-Covid.

5 El periodo «pre-Covid» incluye los meses de enero y febrero de este año y el «post-Covid» los de abril y mayo. No se ha considerado el mes de marzo por el reducido número de documentos de ese mes y porque las rebajas en las estimaciones de los analistas se producen desde el mes de abril.

6 El Banco de España ha creado el primer diccionario en español de palabras con connotación en el contexto de la estabilidad financiera. Este diccionario se ha aplicado en el ámbito de la investigación para obtener una medida de la tonalidad de los Informes de Estabilidad Financiera. Véase Moreno, A. I., y C. González. (2020). «*Análisis del sentimiento del Informe de Estabilidad Financiera*».

7 Se ha utilizado la mediana como estadístico para realizar la comparación entre el periodo pre y post Covid, ya que es más adecuado que la media cuando la distribución no es normal y la muestra es relativamente pequeña.

8 Véase: Tim Loughran, Bill McDonald (2011). «*When is a liability not a liability? Textual Analysis*». En este caso, se ha utilizado un diccionario ya creado para palabras de contenido financiero en inglés y no el índice propio del Banco de España ya que los informes de las fuentes consultadas se encuentran únicamente en inglés.

9 Para el cálculo del índice se ha utilizado la siguiente fórmula: Índice de Sentimiento (IS) = (#Palabras Positivas - #Palabras negativas) / #Palabras totales.

10 Palabras neutras serían aquellas que no tienen connotación o, lo que es lo mismo, que no pueden ser clasificadas ni como positivas ni como negativas. Destacar que el porcentaje de palabras con connotación se sitúa, en promedio, en torno 5 % en la mayoría de los países.

EVOLUCIÓN DE LA OPINIÓN DE LOS ANALISTAS SOBRE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS ESPAÑOLES ANTE EL IMPACTO DEL COVID-19 (cont.)

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DEL SENTIMIENTO DE LOS INFORMES PARA LOS BANCOS ESPAÑOLES (a)

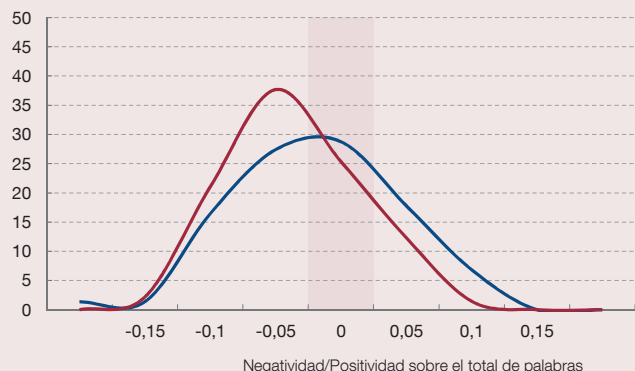


Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DEL SENTIMIENTO DE LOS INFORMES PARA LOS BANCOS ITALIANOS (a)

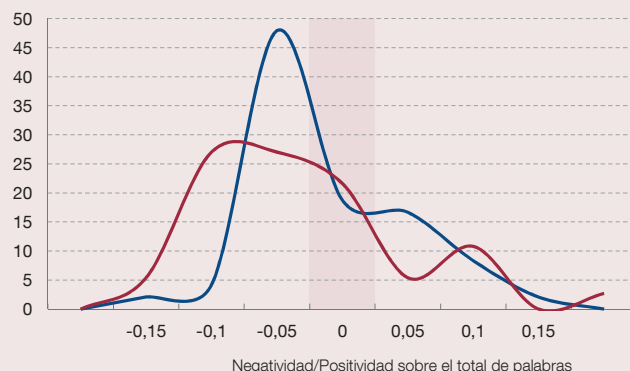


Gráfico 3
DISTRIBUCIÓN DEL SENTIMIENTO DE LOS INFORMES PARA LOS BANCOS FRANCESES (a)

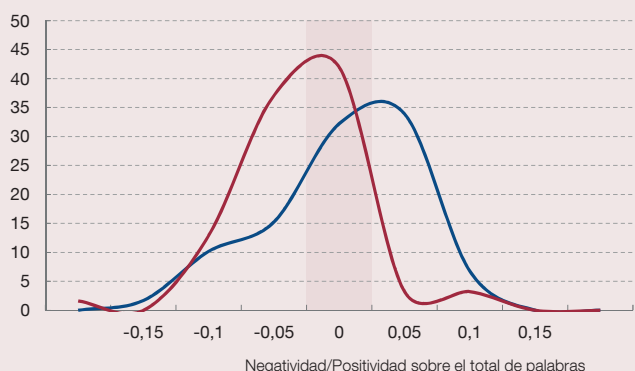
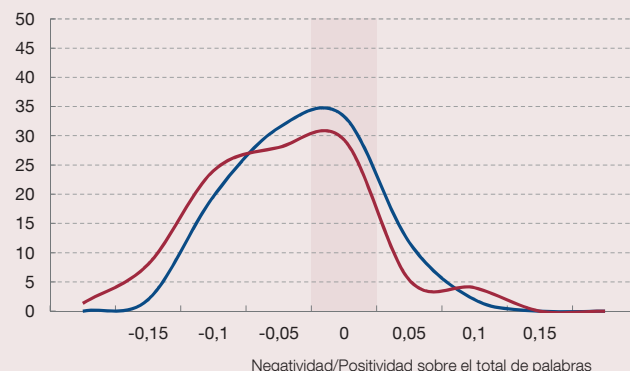


Gráfico 4
DISTRIBUCIÓN DEL SENTIMIENTO DE LOS INFORMES PARA LOS BANCOS ALEMANES (a)



— PRE-COVID — POST-COVID

FUENTE: Banco de España.

a En la selección de otros bancos europeos se incluyen: Intesa, Unicredit y Mediobanca (Italia), Deutsche Bank y Commerzbank (Alemania), BNP Paribas, Credit Agricole y Societe Generale (Francia). Los bancos españoles considerados incluyen Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia y Sabadell. Los gráficos muestran el porcentaje de informes que se encuentran en cada uno de los rangos o intervalos. La franja vertical se refiere al porcentaje de informes con una connotación neutra, es decir, los informes donde no aparecen palabras con tonalidad positiva o negativa o bien aquellos que tienen el mismo número de palabras positivas que negativas. A la izquierda (derecha) de esta franja, se muestran los porcentajes de los informes con una proporción significativa más elevada de palabras negativas (positivas) sobre el total de palabras de los mismos. El periodo «pre-Covid» incluye los meses de enero y febrero de este año y el «post-Covid» los de abril y mayo.

informes con un IS negativo en el periodo «post-Covid». El cambio en la opinión de los analistas en sus informes entre los dos periodos analizados ha sido superior para los bancos italianos y franceses que para los españoles y, particularmente

mayor, que para los bancos alemanes¹¹. El análisis de la distribución del IS de los bancos españoles muestra que la mediana post-Covid se sitúa en un valor negativo del índice (-2 pp, un porcentaje significativo dado que la proporción

11 La diferencia entre las medianas en ambos periodos es significativa en el caso de España (al 95%), Italia (al 99%) y de Francia (al 95%). Para contrastar la hipótesis nula de que dos medianas son iguales se suele utilizar una versión restringida del test de Mann-Whitney-Wilcoxon. Sin embargo, este test asume que la única diferencia entre las poblaciones es la localización de la mediana, siendo idénticas el resto de características (asimetría, dispersión...). Para flexibilizar este supuesto, se aplica una regresión de cuantiles donde la variable dependiente es el IS y la explicativa es una variable dicotómica que identifica los periodos pre-Covid y post-Covid (0=Ener-Feb, 1=Abr-May).

EVOLUCIÓN DE LA OPINIÓN DE LOS ANALISTAS SOBRE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS ESPAÑOLES ANTE EL IMPACTO DEL COVID-19 (cont.)

Gráfico 5
DISTRIBUCIÓN DE LOS RETORNOS DIARIOS PARA EL ÍNDICE DE COTIZACIÓN BURSÁTIL DE BANCOS ESPAÑOLES

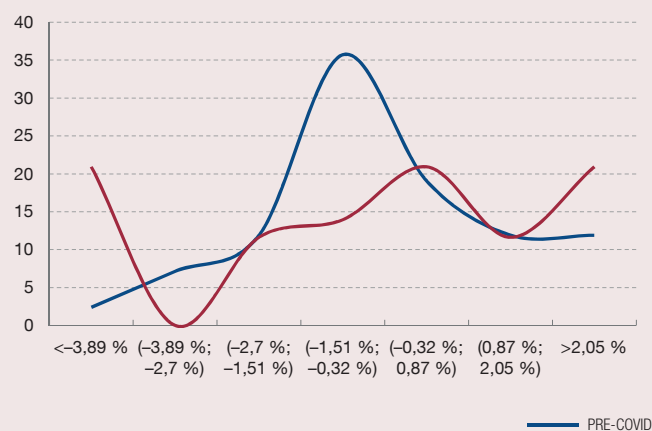
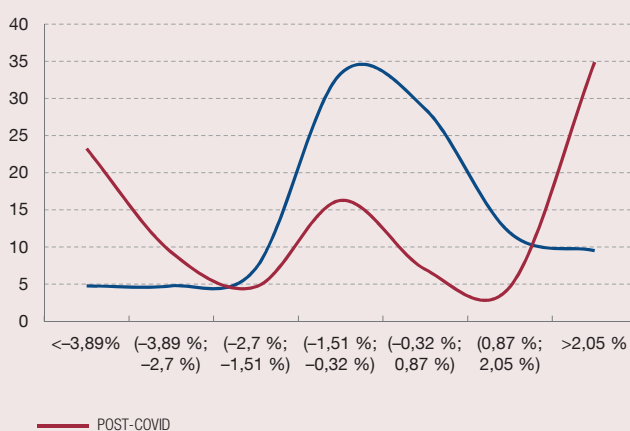


Gráfico 6
DISTRIBUCIÓN DE LOS RETORNOS DIARIOS PARA EL ÍNDICE DE COTIZACIÓN BURSÁTIL DE OTROS BANCOS EUROPEOS



FUENTES: Thomson Reuters y Banco de España.

a En la selección de otros bancos europeos se incluyen: Intesa, Unicredit y Mediobanca (Italia), Deutsche Bank y Commerzbank (Alemania), BNP Paribas, Credit Agricole y Societe Generale (Francia). Los bancos españoles considerados incluyen Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia y Sabadell. El periodo «pre-Covid» incluye los meses de enero y febrero de este año y el «post-Covid» los de abril y mayo.

promedio en informes de palabras no neutras es de 5 pp), mientras que en el periodo pre-Covid eran más frecuentes los valores neutros o incluso positivos (gráfico 1). Además, en el caso de los bancos españoles se ha producido también una menor disparidad de opiniones en los meses de abril y mayo, lo que contrasta con el caso de Italia (gráfico 2) y, en menor medida, con el de Alemania, donde se observa una mayor variedad de opiniones en los informes de los analistas después del estallido de la pandemia (véase gráfico 4).

De forma consistente con el cambio en el sentimiento de los analistas, los mercados han reaccionado negativamente en su valoración del sector bancario. Así, ha habido una mayor volatilidad de los retornos diarios en los meses de abril y mayo, periodo post-Covid, al tiempo que se han estabilizado las cotizaciones en

niveles inferiores a los observados al principio del año¹². En este sentido, se observa una menor dispersión en la distribución del periodo pre-Covid, mientras que en los meses de abril y mayo son más frecuentes los valores situados en las colas de la distribución, tanto para los bancos españoles como para el conjunto del sector en Europa (véanse gráficos 5 y 6). Sin embargo, existen diferencias entre las distribuciones de retornos del sector bancario español y del resto de bancos europeos en el periodo post-Covid.

Con todo, es posible concluir que la crisis del Covid ha empeorado el sentimiento de los analistas tanto sobre la banca española como el conjunto de la europea, lo que coincide con la mayor incertidumbre observada en las cotizaciones bursátiles.

12 Las cotizaciones de los bancos europeos descendieron entorno al 40-60%, dependiendo de la entidad, entre mediados de febrero y mediados de marzo, para estabilizarse posteriormente en niveles inferiores a los observados a principios de año.

3

RIESGO SISTÉMICO Y ACTUACIONES PRUDENCIALES EN RESPUESTA AL COVID-19

3 RIESGO SISTÉMICO Y ACTUACIONES PRUDENCIALES EN RESPUESTA AL COVID-19

En este capítulo se repasa la evolución, desde el inicio de la crisis del Covid-19, de las vulnerabilidades financieras sistémicas y se analizan las medidas introducidas por las autoridades prudenciales dirigidas a estimular el flujo de crédito a la actividad real y a reforzar la solvencia de las entidades bancarias. En concreto, en primer lugar, se analizan los efectos de la pandemia sobre distintos indicadores de seguimiento del riesgo sistémico, poniendo especial énfasis en aquellos empleados en las decisiones del Banco de España sobre el Colchón de Capital Anticíclico (CCA). Seguidamente, el capítulo repasa las medidas adoptadas hasta la fecha por los supervisores prudenciales, y analiza, desde una perspectiva normativa, las ventajas y los inconvenientes de la implementación de algunas medidas adicionales. Dichas medidas se podrían activar ante una posible materialización de los riesgos identificados o de un deterioro del sistema financiero más acusado de lo esperado.

3.1 Análisis de indicadores de evaluación de las vulnerabilidades financieras y su relevancia en el entorno generado por el Covid-19

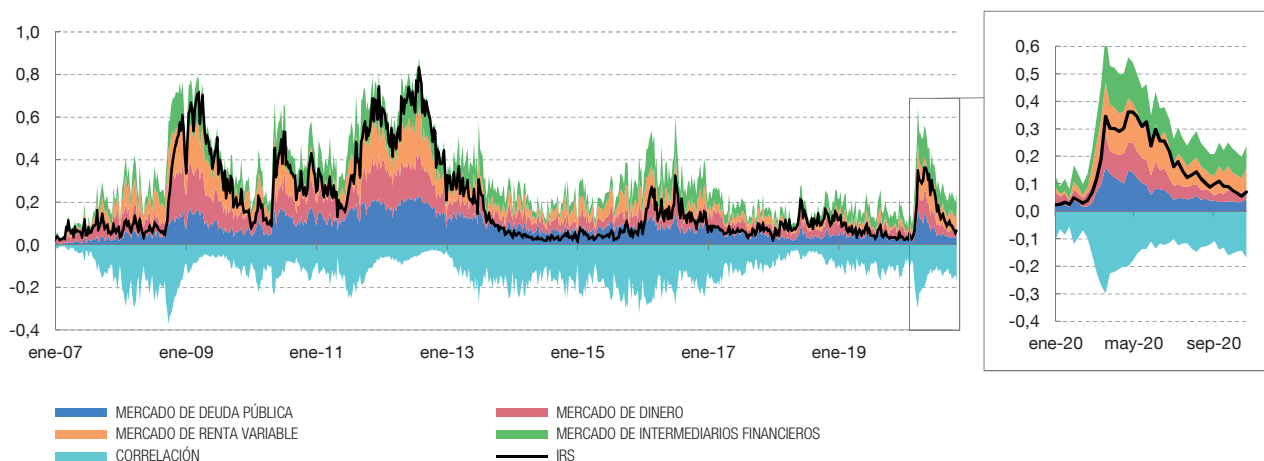
La irrupción de la pandemia del Covid-19 generó inicialmente fuertes tensiones en los mercados financieros. Estas tensiones han disminuido considerablemente tras la intervención de las autoridades económicas, y en particular, las monetarias. El Indicador de Riesgo Sistémico (IRS) recoge fielmente esta evolución de las tensiones sistémicas en los mercados financieros (véase gráfico 3.1). Se trata de un indicador sintético que integra información de los cuatro segmentos más representativos de los mercados financieros: mercados monetarios, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros. Dado el diseño del indicador, su valor aumenta cuando se producen tensiones simultáneas en estos cuatro segmentos, lo que garantiza que el IRS efectivamente identifica estas tensiones sistémicas que afectan a todos ellos.

Entre febrero y mayo de 2020, el indicador repuntó con fuerza coincidiendo con el aumento de la volatilidad en los mercados financieros asociado a la irrupción del Covid-19. Esto le llevó a superar los niveles observados en el segundo semestre de 2016 tras el referéndum del *Brexit*. De hecho, el ritmo al que aumentó durante la pasada primavera fue similar al observado al inicio de la crisis financiera global en 2008. Desde mayo, este indicador viene experimentando una mejora continuada que se ha mantenido hasta la actualidad. Dicha mejoría ha coincidido, entre otros factores, con las medias adoptadas por las distintas autoridades para mitigar los efectos de la pandemia. En cualquier caso, el IRS todavía se sitúa en niveles superiores a los existentes antes del estallido de la misma.

Gráfico 3.1

EL RIESGO SISTÉMICO EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL SE HA REDUCIDO PROGRESIVAMENTE DESDE FINALES DE ABRIL HASTA FINALES DE SEPTIEMBRE, AUNQUE SE MANTIENE ALGO POR ENCIMA DEL NIVEL PREVIO A LA CRISIS (a)

El Indicador de Riesgo Sistemático (IRS) que repuntó con fuerza al iniciarse la pandemia del Covid-19, fue reduciendo gradualmente su nivel de tensión desde finales de abril. Así, desde finales de septiembre, el nivel de estrés en los mercados financieros se ha mantenido relativamente estable, aunque aún en valores algo superiores a los existentes antes de la irrupción de la pandemia.



FUENTE: Datastream y Banco de España.

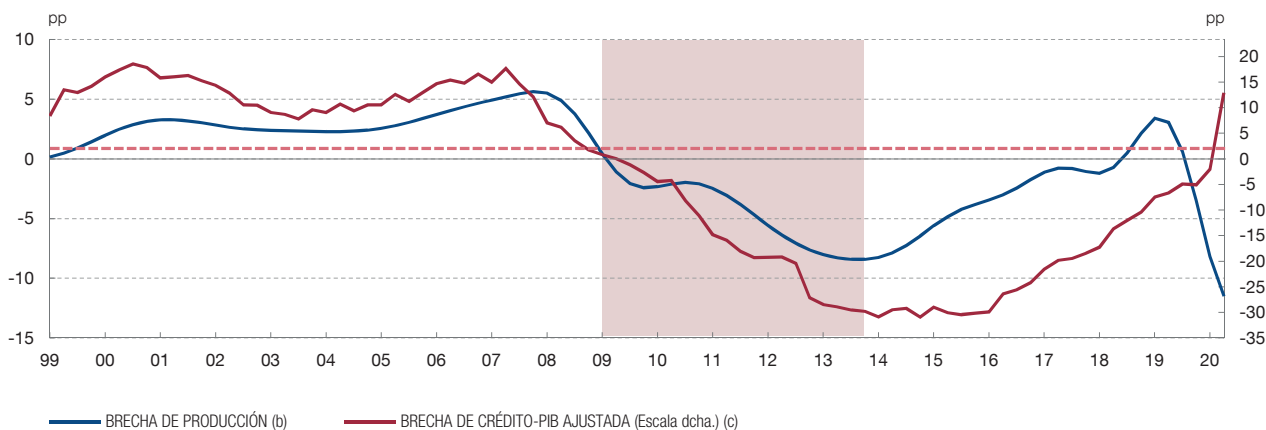
a El indicador de riesgo sistemático (IRS) agrega doce indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, etc.) de diferentes segmentos del sistema financiero español (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros). Para el cálculo del IRS, se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS registra valores más altos cuando la correlación entre los cuatro mercados es alta, en particular, en situaciones en las que existe un alto nivel de estrés en los cuatro mercados a la vez. Por el contrario, reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa (i.e. situaciones en las que el nivel de estrés es alto en unos mercados y bajo en otros). Para una explicación detallada de este indicador, véase [Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013](#).

Por otra parte, la irrupción de la crisis del Covid-19 ha provocado que algunos indicadores adelantados de vulnerabilidades sistémicas proporcionen señales equívocas. Así, estos indicadores han respondido a las políticas de estímulo implementadas y al impacto brusco de la perturbación en la actividad, no a nuevos desequilibrios financieros susceptibles de ser tratados mediante la activación de herramientas macroprudenciales contracíclicas. Este ha sido el caso de la brecha de crédito-PIB ajustada, uno de los indicadores principales para guiar la activación del CCA durante las fases expansivas del ciclo crediticio (véase el gráfico 3.2). En los últimos años, previamente al estallido de la pandemia, este indicador siempre se mantuvo muy por debajo de 2 pp, el umbral a partir del cual la brecha de crédito-PIB se considera que proporciona alertas de desequilibrios. Sin embargo, en el entorno de crisis actual se ha producido la paradoja de que este indicador ha superado este umbral de alerta en junio de 2020. Este aumento brusco de la brecha de crédito-PIB no se debe interpretar como una alerta sistémica que requiera la activación del CCA. Al contrario, esto simplemente evidencia que este indicador está concebido para fases expansivas del ciclo crediticio, y no para situaciones como la actual, en las que se produce una caída brusca y muy profunda del PIB por factores exógenos al sistema financiero. Como se señala en las guías desarrolladas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, no resulta apropiado seguir la pauta automática de activación del CCA

Gráfico 3.2

CON DATOS PROVISIONALES DE JUNIO, LA BRECHA CRÉDITO-PIB HABRÍA SUPERADO EL UMBRAL DE ACTIVACIÓN ESTÁNDAR DEL CCA, LO QUE NO CONSTITUYE UNA SEÑAL DE ALERTA SISTÉMICA AL EXPLICARSE POR LA ABRUPTA CAÍDA DEL PIB (a)

La brecha crédito-PIB ha superado el umbral de activación del CCA en el segundo trimestre del año. Sin embargo, esto se justifica por la fuerte reducción del PIB de este período, que también se refleja en la evolución de la brecha de producción. Por lo tanto, en la actualidad no se puede interpretar como una alerta de riesgo sistémico. Aunque se corregirá en alguna medida en los próximos trimestres, es necesario mantener un seguimiento del indicador en los próximos años para valorar el grado de absorción de este mayor apalancamiento por los agentes económicos.



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). La línea horizontal punteada representa el umbral de activación del CCA igual a 2 pp.
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010. Véase Cuadrado, P. y E. Moral-Benito (2016). «El crecimiento potencial de la economía española». Documento Ocasional N.º 1603, Banco de España.
- c La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta de mejor manera a los ciclos financieros observados en España históricamente.

cuando el aumento de la brecha se deba a una caída brusca del PIB¹. Esto es precisamente lo que ha ocurrido en los dos primeros trimestres de 2020. Aunque es cierto que se ha producido un aumento del crédito bancario total, estimulado por los programas de avales y moratorias precisamente para mitigar la fuerte caída del PIB, el brusco desplome del PIB en el denominador de la ratio ha sido el elemento determinante de la evolución de la brecha crédito-PIB ajustada. En los próximos trimestres, será necesario seguir atentamente la evolución de esta ratio, ante la eventualidad de que el incremento del grado de apalancamiento en relación al PIB se consolide en el tiempo.

En el contexto de la crisis actual, es preferible utilizar indicadores que informen sobre el grado de estrés macroeconómico de la economía en la toma de decisiones sobre el CCA. Tras una perturbación de esta naturaleza, la respuesta de los mercados financieros tiende a preceder a su impacto en la economía real,

1 Basel Committee on Banking Supervision (2010). «Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer». Véase el Principio 3 («Risk of misleading signals»).

por lo que los indicadores que se basan en esta información reaccionan de forma inmediata. Esto se debe a que tienen un carácter más prospectivo, pero también volátil, al incorporar las expectativas de los agentes sobre lo que puede ocurrir en el futuro. Por el mismo motivo, los mercados financieros y los correspondientes indicadores también reaccionan rápidamente a la implementación de medidas de mitigación de la crisis, lo que ha llevado a que se moderen en los últimos meses. Por el contrario, las variables macroeconómicas tienden a reaccionar más lentamente y suelen mostrar una mayor inercia en la recuperación, si bien en esta ocasión la especial naturaleza de la perturbación ha provocado que las variables macroeconómicas hayan experimentado su impacto negativo más rápidamente que en crisis anteriores. En todo caso, la recuperación económica se prevé lenta y desigual. De hecho, una mayor ralentización de esta mejora en el crecimiento supone uno de los principales riesgos actuales. Por tanto, estos indicadores macroeconómicos son cada vez más relevantes en la toma de decisiones macroprudenciales. Así, por ejemplo, la brecha de producción se situó en el segundo trimestre de 2020 por debajo del -10% (véase gráfico 3.2), aunque previsiblemente se recuperará parcialmente en los próximos trimestres. Aun cuando es difícil estimar el crecimiento potencial en el entorno incierto actual, este indicador resulta más informativo para guiar las decisiones del CCA que la brecha crédito-PIB en las actuales circunstancias.

Por su parte, la metodología econométrica conocida como *growth-at-risk*, o crecimiento en riesgo, es otra alternativa de análisis potencialmente útil en este contexto. Este método puede utilizarse tanto para evaluar la intensidad de la crisis como los beneficios de la política macroprudencial (véase Recuadro 3.1).

Teniendo en cuenta este conjunto de indicadores macrofinancieros, el Banco de España, en sus decisiones trimestrales, ha mantenido el CCA en 0%, y prevé no aumentarlo mientras la economía española no se haya recuperado del impacto de la crisis². La magnitud del *shock* exógeno negativo que la pandemia ha infligido a la actividad real lleva a ponderar especialmente el criterio de la brecha de producción y la incertidumbre sobre el crecimiento, medida, por ejemplo, mediante la metodología de *growth-at-risk*. Con respecto al IEF anterior, sigue juzgándose necesario mantener a las entidades liberadas de este colchón de capital para sostener el flujo de crédito y mitigar las presiones negativas sobre el crecimiento económico.

3.2 Medidas prudenciales adoptadas ante la crisis y otras medidas alternativas

La acción coordinada de las políticas macroprudenciales, microprudenciales y en materia contable se mantiene orientada a facilitar la función de

² Véase la nota de prensa «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0%», de 25 de septiembre de 2020.

intermediación financiera, como elemento mitigador clave del impacto económico de la pandemia. En el capítulo 3 del anterior IEF³, se recogía un amplio espectro de medidas adoptadas como respuesta inmediata a la crisis, que permanecen vigentes, en buena medida, en la actualidad.

En el contexto europeo, la JERS ha emitido una serie de recomendaciones e informes relevantes para evaluar tanto las medidas adoptadas como las áreas del sector financiero que requieren mayor atención. Estas publicaciones de la JERS se apoyan en un conjunto de trabajos llevados a cabo en modo crisis y que se iniciaron tras el comienzo de la pandemia. Estas medidas se detallan en el Recuadro 3.2.

En el ámbito de los requerimientos de solvencia, se mantiene, de forma general, la liberación del colchón de capital anticíclico y la posibilidad de operar temporalmente por debajo de los niveles fijados para algunos requerimientos.

En el ámbito europeo, se ha permitido a las entidades bancarias operar por debajo de la recomendación de capital de Pilar 2 (P2G), el colchón de conservación de capital y la ratio de liquidez. Además, las autoridades han tratado de eliminar las reticencias de las entidades a utilizar estos colchones proporcionando mayor certeza sobre el proceso de reconstrucción futura de estos colchones, destacando que los bancos contarán con un periodo de tiempo dilatado y suficiente para ello, una vez se hayan absorbido los principales efectos de la pandemia. Así mismo, las reglas sobre la composición de los instrumentos de capital para cubrir los requerimientos de Pilar 2 (P2R) también han sido relajados. Por lo que respecta a los requisitos macroprudenciales, el colchón de capital anticíclico fue liberado con rapidez como parte de la respuesta inicial en la mayoría de jurisdicciones, y se mantiene la relajación de este requisito, junto con la reducción o aplazamiento de otros requisitos que abordan la dimensión transversal del riesgo sistémico, como el colchón de riesgo sistémico (CRS) y el colchón para Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS).

Es importante recordar también la decisión del BCBS de retrasar hasta 2023 la implementación de la metodología revisada de identificación de las Entidades de Importancia Sistémica Mundial y también de algunos elementos pendientes del nuevo marco regulatorio denominado Basilea 3. El BCBS también ha aplazado la finalización del periodo transitorio para el suelo a los requerimientos de capital por modelos internos hasta el 1 de enero de 2028. En cualquier caso, se mantiene el compromiso de todas las jurisdicciones para la transposición plena y consistente, bajo el nuevo calendario, del marco de Basilea 3.

Por su parte, la Junta Única de Resolución (JUR) ha mantenido una aproximación prospectiva a la aplicación de requisitos de MREL, teniendo en cuenta el impacto de las medidas implementadas por las autoridades en los balances bancarios y la próxima

3 Véase IEF Primavera 2020.

transposición de la nueva normativa europea de resolución (BRRD2), de forma que no limitase los efectos de la relajación de los otros requisitos prudenciales.

Como parte de la respuesta europea a la crisis del Covid-19, se ha llevado también a cabo la reforma rápida de la normativa sobre requerimientos de capital (CRR, por sus siglas en inglés) en junio de 2020, con el objetivo mantener el apoyo del sector bancario a la actividad de empresas y hogares. Esta reforma de la CRR (referida informalmente por el término en inglés *quick fix*) combina medidas transitorias y permanentes con el objetivo de facilitar la absorción de la perturbación por las entidades y reforzar sus ratios de solvencia, contribuyendo así a evitar posibles restricciones de crédito que podrían dificultar la recuperación económica. Algunos elementos relevantes de esta iniciativa incluyen la adaptación del factor de apoyo a pymes en el cálculo de activos ponderados por riesgo APR, la aplicación de un filtro prudencial sobre las variaciones de valor de instrumentos de deuda soberana y la revisión del tratamiento prudencial transitorio a los deterioros por riesgo de crédito. El Recuadro 3.3 detalla estas medidas y hace una aproximación a sus potenciales efectos sobre los ratios de capital regulatorio, que se verían elevadas de forma general como resultado de la reforma.

Por otro lado, se mantiene la posibilidad de seguir haciendo un uso oportuno de la flexibilidad existente en la regulación prudencial, evitando una aplicación mecanicista y procíclica de las normas contables, al tiempo que se reconocen los deterioros efectivos. Las guías supervisoras clarifican, entre otros aspectos, que los préstamos vencidos de más de 30 días no implican una clasificación inmediata en vigilancia especial, la necesidad de diferenciar problemas de liquidez y de solvencia de los prestatarios y el reconocimiento del valor de las garantías públicas cuando estas apliquen. Al mismo tiempo, las guías supervisoras consideran que esta flexibilidad no debe menoscabar la identificación, y apropiada cobertura, de deterioros efectivos, manteniéndose estándares adecuados. A su vez, los requisitos de información contable se han racionalizado durante el periodo, priorizando aquella información especialmente relevante para el seguimiento de la pandemia (ej., despliegue del programa de moratorias) y relajando el calendario de aquella que se ha juzgado secundaria.

También se mantiene un grado de flexibilidad operativa en la supervisión, si bien las presiones a la continuidad de negocio han disminuido tras en el fin de los periodos de confinamiento estricto. Entre las medidas destinadas a facilitar el correcto funcionamiento operativo destaca el aplazamiento del ejercicio de resistencia de la ABE sobre el sector europeo hasta 2021, definiéndose un nuevo calendario objetivo para el mismo y habiéndose identificado la lista de entidades participantes⁴.

4 Véase [Comunicación ABE Julio de 2020](#).

Igualmente, se mantienen las recomendaciones del BCE y de las autoridades nacionales, incluido el Banco de España, respecto a la eliminación temporal del reparto de dividendos y a la aplicación de criterios prudentes en la retribución variable a los empleados. Las recomendaciones a este respecto inicialmente aplicables hasta octubre de 2020 han sido posteriormente extendidas hasta enero de 2021, con el objetivo de reforzar la generación orgánica de capital y fortalecer la posición de solvencia de las entidades europeas⁵. Con carácter general, todas las entidades españolas, que pudieron legalmente suspender o aplazar el dividendo sobre los resultados de 2019, siguieron estas recomendaciones.

Esta respuesta a la crisis, junto con la proporcionada por las autoridades monetarias y fiscales, ha permitido absorber el impacto inicial del shock. Se ha impedido así la materialización de un riesgo sistémico en el sistema financiero que hubiera acentuado aún más la crisis y la hubiera hecho más persistente. Sin embargo, en el contexto actual de recuperación desigual e incierta, no se puede descartar ni que se materialicen los riesgos adicionales identificados, ni que su impacto y persistencia sea mayor de la esperada, especialmente en ciertos segmentos productivos. Ante esta incertidumbre, es necesario evaluar detalladamente las medidas ya implementadas, manteniendo las que se hayan probado más eficaces mientras la recuperación no sea suficientemente autosostenida, y graduándolas para acompañar al crecimiento de la actividad y evitar el mantenimiento artificial de actividades y empresas con pocos visos de viabilidad. Adicionalmente, es necesario plantearse también medidas adicionales que puedan contribuir a sostener la actividad económica bajo los escenarios considerados, o que permitan reaccionar ante una evolución de la coyuntura económica más desfavorable de lo esperado.

En este sentido, una mayor relajación de los requisitos macroprudenciales y microprudenciales sobre el capital bancario podría favorecer la provisión de financiación a la economía, pero también reducir bajo ciertas condiciones la capacidad de absorción de pérdidas. En efecto, unos menores requerimientos de capital permiten a las entidades disponer de recursos adicionales para prestar a sus clientes, y, de esta forma, estimular la economía, lo cual podría minorar también las pérdidas para las propias entidades. Sin embargo, la utilización de los colchones de capital reduce la capacidad de absorción de pérdidas del sector bancario cuando se produzcan los impagos, aunque estos serán menores. La disyuntiva es clara y es, por tanto, una cuestión empírica determinar qué priorizar en cada momento.

La implementación de este tipo de medidas debe tener en cuenta también su impacto en las condiciones de financiación de los intermediarios financieros,

⁵ El BCE reiteró la recomendación sobre distribución de beneficios y retribución variable el 28 de julio de 2020. El Banco de España extendió en la misma fecha esta recomendación a las entidades menos significativas bajo su supervisión. Véase [Comunicación del Banco de España de 28 de julio](#).

en particular del sector bancario. El mantenimiento de unos requisitos de capital relajados y el uso de los colchones de capital en los escenarios macroeconómicos más adversos podrían aumentar la percepción del riesgo de las entidades y ocasionar un repunte de los costes de financiación, operando en contra de los objetivos de preservación de la solvencia y del flujo de crédito.

Por su parte, las recomendaciones y normas sobre las restricciones al reparto de dividendos también plantean una disyuntiva similar al permitir una mayor acumulación presente de recursos de absorción de pérdidas, pero pudiendo plantear posteriormente dificultades de emisión, o un coste más elevado de los instrumentos de capital. Una correcta política regulatoria que proporcione seguridad a los inversores sobre la condicionalidad de estas restricciones a la persistencia de la incertidumbre sobre la duración de la crisis y su generalización a todas las entidades y jurisdicciones dado su carácter global, limitaría los efectos adversos de esta última medida.

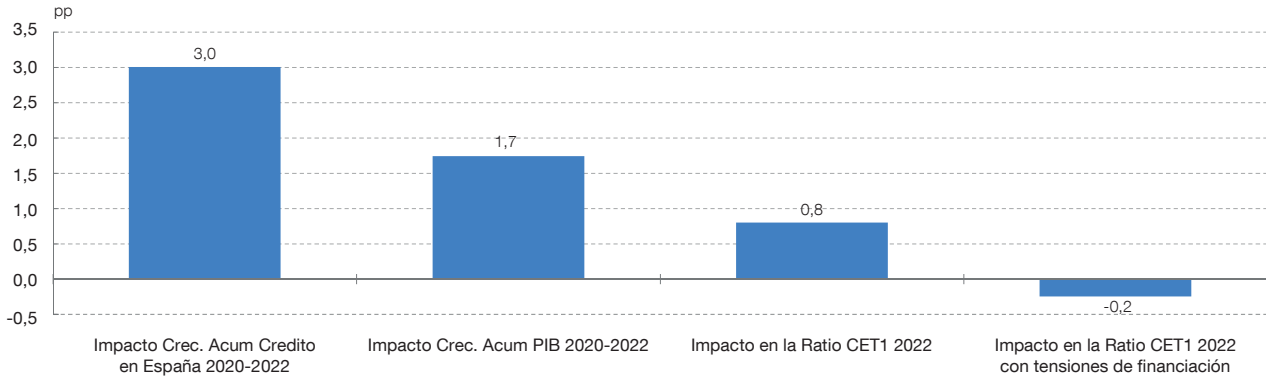
En este contexto, los ejercicios de simulación llevados a cabo por el Banco de España para el sector bancario español señalan que un estímulo adicional del crédito generaría un impacto positivo en el crecimiento económico, que mejoraría sus expectativas de solvencia. En concreto, se ha simulado un uso adicional de los colchones de capital de los bancos españoles para alcanzar un crecimiento del crédito a empresas y hogares en España superior al contemplado en el escenario base del ejercicio de resistencia presentado en el capítulo 2. Se considera un incremento general de 3 pp del crecimiento acumulado del crédito a hogares y empresas en el periodo 2020-2022 respecto del escenario base original, consecuencia de la utilización de colchones de capital de las entidades. Esto generaría una mejora del crecimiento del PIB acumulado en el mismo periodo de 1,7 pp (véase gráfico 3.3). Esta mejora del escenario macroeconómico haría que las entidades tuvieran menores pérdidas, con lo que el consumo de capital sería menor. Este efecto dominaría sobre el aumento de los activos ponderados por riesgo que supone la mayor concesión de crédito. De esta forma, la ratio CET1 del conjunto del sector bancario se incrementaría en 0,8 pp en 2022 bajo estos supuestos. Es necesario tener en cuenta, sin embargo, que esta expansión del crédito podría ser menos favorable para la solvencia del sector bancario si se materializase un escenario económico más adverso.

Por otra parte, esta mejora de la solvencia de las entidades generada por el impulso al crédito en el negocio en España podría diluirse si el uso de los colchones de capital va acompañado de un empeoramiento suficientemente elevado de las condiciones de financiación. Para analizar cómo la reacción de los mercados puede condicionar los resultados de este ejercicio, se analiza el impacto de un aumento de 1 pp de los tipos de referencia interbancarios, que se trasladará también en el negocio en España al coste de financiación mayorista de los bancos, así como a los tipos de préstamos y depósitos minoristas. Esto,

Gráfico 3.3

EL USO DE LOS COLCHONES DE CAPITAL PARA ESTIMULAR EL CRÉDITO PUEDE CONTRIBUIR A LA SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES BANCARIAS, SI NO SE PRODUCE UNA DESVIACIÓN SIGNIFICATIVA DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN EN EL ESCENARIO BASE (a) (b)

El uso efectivo de los colchones de capital existentes estimularía la oferta de crédito en España y con ello mitigaría la contracción del PIB, con impacto sobre la solvencia bancaria a través de canales de signo opuesto. Por una parte, el crecimiento del crédito más elevado implicaría también mayores APR, reduciendo la ratio CET1, pero, el mejor escenario macro implicaría menores pérdidas. Aplicando el modelo FLESB, se estima un efecto neto positivo en el ejercicio de solvencia de 0,8 pp en torno a la senda macro del escenario base, que se convertiría en un efecto ligeramente negativo, si el uso de estos colchones ocasionara un deterioro significativo de las condiciones de financiación.



FUENTE: Banco de España.

- a El *shock* positivo aplicado sobre la oferta de crédito en España en 2020 se introduce en el escenario base (ver Cuadro 2.1) del modelo macro, proporcionando sendas alternativas completas para el crédito y todas las variables macro en el horizonte 2020-2022, que a su vez se aplican al marco FLESB para revisar el impacto, considerando todos los factores perturbados, en la ratio de CET1 en ese horizonte.
- b Bajo el supuesto de tensiones de financiación, se asume que el uso de capital para estimular la oferta de crédito aumenta los rendimientos requeridos en otras formas de financiación, introduciendo un *shock* de 1 pp sobre financiación interbancaria, consistente con una continuación del aumento de esta tasa en 2020 al ritmo observado en los meses de mayor tensión, y coste de valores emitidos, que se propaga a los tipos de interés de préstamos y depósitos de acuerdo con la relación histórica observada.

lógicamente, limitaría la mejora de los resultados de las entidades asociada a un escenario macroeconómico más favorable. El gráfico 3.3 muestra que el impacto sobre la ratio CET1 de este efecto sería de -0,2 pp. En conjunto, por tanto, la reevaluación de las políticas de estímulo del crédito a través del uso de los colchones de capital debe considerar tanto la evolución de los escenarios macroeconómicos más probables como la posible reacción de los mercados a través del impacto en las condiciones de financiación.

Otro tipo de medidas, como la adopción de aquellas orientadas a completar la Unión Bancaria de la UE, supondrían un refuerzo de la capacidad del sistema bancario para absorber el impacto económico de la crisis iniciada por la irrupción del Covid-19. En concreto, el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos (FGD) europeo plenamente mutualizado o el desarrollo adicional de la normativa de resolución, en particular de su adaptación a crisis sistémicas o de su aplicación a entidades transnacionales, contribuirían a facilitar la financiación de las entidades bancarias y reducirían los obstáculos regulatorios a las operaciones corporativas transfronterizas.

Asimismo, la consolidación del sector bancario puede ser un mecanismo adicional para mejorar la eficiencia de las entidades, siempre que permita la realización de sinergias de ingresos y costes. Estas sinergias incluirían las asociadas a la diversificación del riesgo de crédito en las carteras de las entidades. Sin embargo, el análisis coste-beneficio de la consolidación exige analizar, caso por caso, estas sinergias, así como su impacto sobre la competencia en el sector. Las operaciones corporativas son responsabilidad de los equipos gestores y de los propietarios de las entidades, pero corresponde a los supervisores bancarios analizar la viabilidad de los potenciales proyectos de fusión. Esto implica evaluar la solvencia de la entidad resultante, así como estudiar su impacto sobre la estabilidad financiera en su conjunto y vigilar la ejecución de operación para medir la realización efectiva de sinergias.

En este contexto, las operaciones transnacionales europeas permitirían profundizar en la Unión Bancaria e incorporar mayores posibilidades de diversificación. Estas operaciones mejorarían también los incentivos para la digitalización del negocio bancario, al permitir la posibilidad de formar bases de clientes más amplias entre las que distribuir el coste de las inversiones tecnológicas, si bien tendrían un impacto inmediato más reducido en la reducción de costes. En todo caso, la necesaria ganancia de eficiencia de las entidades exige que, para los distintos niveles posibles de consolidación del sector, estas inviertan en procesos de digitalización y optimización de sus redes físicas. El MUS ha presentado a consulta pública una revisión de las guías supervisoras sobre fusiones bancarias, que contempla la facilitación de los requisitos supervisores formales asociados a las mismas, así como una revisión de los criterios para el cómputo de los requisitos P2R y P2G de las entidades fusionadas⁶.

Los posibles efectos adversos de las fusiones bancarias estarían asociados a la menor competencia o a los incentivos de las entidades de mayor tamaño para una asunción excesiva de riesgos. La evidencia teórica y empírica existente señala que el aumento de la concentración por encima de ciertos umbrales puede tener efectos desestabilizadores sobre el sistema bancario⁷. El sector en España parece alejado de esta situación, observándose una transmisión efectiva de las variaciones de los niveles de tipos de interés a los márgenes bancarios, indicativa de la existencia de competencia efectiva. Sin embargo, conforme crece el grado de concentración esta cautela se vuelve más relevante, al igual que la posible asunción excesiva de riesgos por parte de las entidades que alcanzan la condición sistémica y planteen desafíos para su resolución.

6 La propuesta del MUS considera como criterio para fijar los niveles iniciales de P2R y P2G de las entidades fusionadas la medida ponderada de estos requisitos y recomendaciones en las entidades individuales, si bien esta medida admitirá ajustes al alza y a la baja en función de las características de la combinación de negocios. Véase [Propuesta de Guía Supervisoras sobre Fusiones Bancarias del BCE de Julio de 2020](#).

7 Véase, por ejemplo, Martínez Miera, D., y R. Repullo (2010) «Does competition reduce the risk of bank failure?», Jiménez, G., López, J. A., y J. Saurina (2013) «How does competition affect bank risk-taking?» o el análisis temático «Market power, competitiveness and financial stability of the euro area banking sector» de Huljak, I., Reghezza, A., y C. Rodríguez d'Acrien en el ECB FSR de Noviembre 2019.

Las herramientas prudenciales pueden corregir los posibles sesgos en la toma de riesgos por parte de las entidades fusionadas. Esta mitigación se llevaría a cabo tanto a través de los requisitos microprudenciales, sensibles a los perfiles de riesgo individual asumidos por cada entidad, como a través de medidas macroprudenciales como el recargo de capital para entidades sistémicas, globales o locales. La normativa sobre resolución de las entidades, que supone el uso de recursos internos en este tipo de situaciones, también contribuye a que las entidades internalicen en su toma de decisión las externalidades que suponen para el sistema financiero en su conjunto.

En este contexto europeo, ha comenzado también la discusión respecto a la necesidad de implantar medidas adicionales si se materializasen escenarios más adversos de los contemplados hasta el momento. Entre dichas alternativas de la respuesta europea, en primer lugar, se podría considerar una ampliación o modificación de los programas de avales y moratorias, contemplando la posibilidad de un enfoque más selectivo en la aplicación de estas políticas, así como intervenciones que favorezcan la reducción del endeudamiento empresarial y de los hogares bien mediante el aumento del capital empresarial o mediante la reestructuración a medio plazo de la deuda de hogares y empresas. Estas medidas estarían orientadas a favorecer la reconversión de las actividades productivas ante escenarios con un deterioro más permanente de ciertos segmentos, así como a sostener la posición financiera de hogares y empresas con una perspectiva de solvencia a largo plazo. La cautela y el análisis detallado deberían regir la adopción de estas medidas, ponderando adecuadamente los beneficios que representan el mantenimiento de la actividad y los incentivos de repago frente a los costes que pudieran implicar para el sector bancario y sus posibles consecuencias fiscales para las administraciones públicas.

De forma más amplia, esta discusión dentro del ámbito europeo consideraría también otras medidas de un carácter más hipotético en la coyuntura actual, como serían el reforzamiento de la situación de solvencia de las entidades, y la creación o adaptación de compañías de gestión de activos («bancos malos»). De nuevo, el análisis coste-beneficio debe regir la discusión sobre la hipotética implantación de estas medidas.

IMPACTO DE LA PANDEMIA EN EL RIESGO SOBRE EL CRECIMIENTO Y EL IMPACTO MITIGADOR DE LAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS

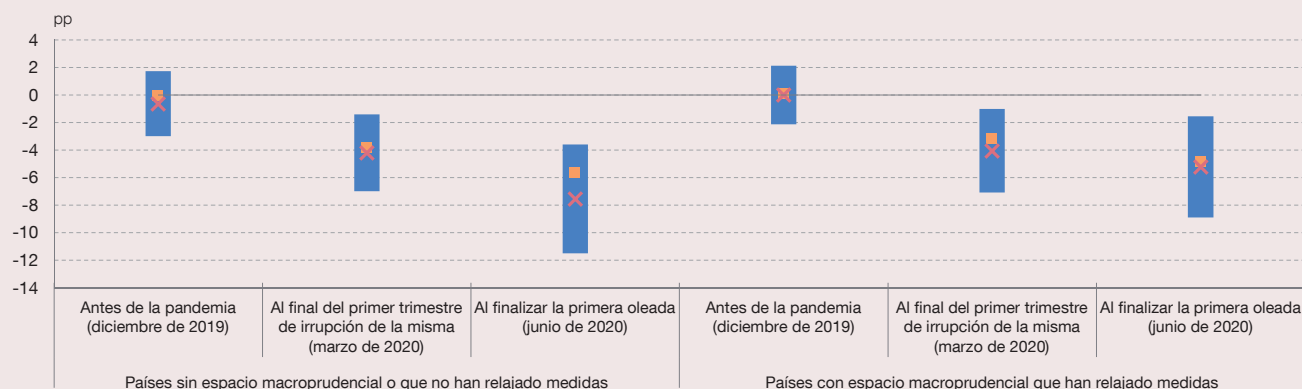
La pandemia ha tenido efectos severos sobre el crecimiento económico de los últimos trimestres, lo que ha impactado no sólo en el crecimiento medio esperado en los próximos trimestres sino también en toda la distribución futura del PIB. Un modelo estimado recientemente en el Banco de España permite evaluar el impacto sobre la distribución del PIB de la acumulación de vulnerabilidades cíclicas, los episodios de estrés financiero y la utilización de herramientas macroprudenciales (véase Recuadro 3.1 IEF Primavera 2020)¹. Los resultados de aplicar este modelo a la crisis actual muestran un impacto especialmente relevante sobre el crecimiento en riesgo, definido como la tasa de crecimiento que se observaría en escenarios adversos, que ocurren con una probabilidad del 5 %.

El gráfico 1 muestra la distribución del crecimiento en riesgo a un horizonte de un año en los países de la Unión Europea² en tres fechas: antes de la pandemia (diciembre de 2019), al final del primer trimestre de irrupción de la misma (marzo de 2020), y al finalizar la primera oleada (junio de 2020). El interés de este ejercicio no se limita a cuantificar el impacto de la pandemia sobre el crecimiento

en riesgo, sino también a analizar el efecto que está pudiendo tener la política macroprudencial para mitigar este impacto. Así, en el ejercicio se consideran, por un lado, los países que han adoptado medidas macroprudenciales contracíclicas (17 países), y, por otro lado, aquellos que no lo han hecho o no contaban con esa posibilidad (11 países). Ambos grupos de países partían de situaciones similares en términos de crecimiento en riesgo antes de la pandemia. Asimismo, los efectos de la misma sobre ambos grupos de países también fueron comparables hasta marzo, deteriorando de manera importante el crecimiento en riesgo en todos los países analizados. No obstante, las estimaciones a junio de 2020 ya muestran ciertas diferencias entre los dos grupos. En particular, el grupo de países que ha podido liberar total o parcialmente sus colchones macroprudenciales parece haber contenido mejor el deterioro del crecimiento en riesgo que el grupo de países que no tenían suficiente espacio macroprudencial para hacerlo.

No obstante, este menor impacto en el crecimiento en riesgo futuro puede venir explicado no sólo por la relajación de medidas macroprudenciales sino por una menor caída

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DEL CRECIMIENTO EN RIESGO A UN HORIZONTE DE UN AÑO SEGÚN LA UTILIZACIÓN DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL COMO RESPUESTA A LA PANDEMIA (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco Internacional de Pagos y Banco de España.

a Las barras verticales, el cuadrado naranja y la cruz rosa representan el rango entre el percentil 5 y 95, la mediana y la media de los valores de crecimiento en riesgo a un horizonte de un año, respectivamente, en países que contaban con espacio macroprudencial y han relajado medidas como respuesta a la pandemia y aquellos que no contaban con dicho espacio o no han relajado medidas. Para detalles sobre la metodología utilizada ver, Galán J. E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo n.º 2007. Banco de España.

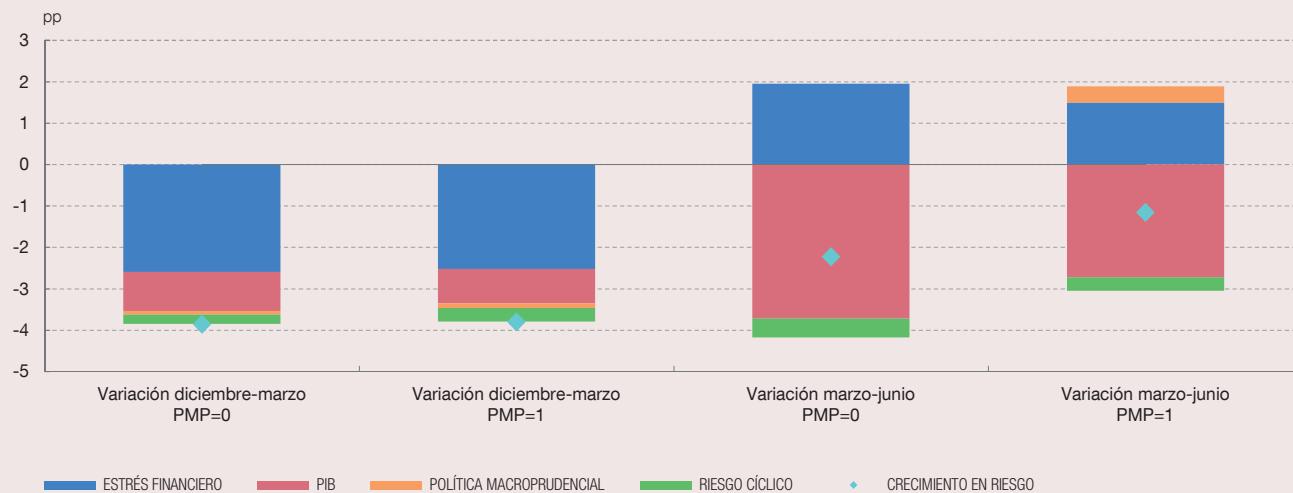
1 Para más detalles ver, Galán J.E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo No. 2007. Banco de España.

2 La muestra incluye los 27 países de la UE más el Reino Unido.

IMPACTO DE LA PANDEMIA EN EL RIESGO SOBRE EL CRECIMIENTO Y EL IMPACTO MITIGADOR DE LAS MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS (cont.)

Gráfico 2

DESCOMPOSICIÓN POR FACTORES DE LA VARIACIÓN TRIMESTRAL DE LAS ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO EN RIESGO EN PAÍSES CON Y SIN RELAJACIÓN DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco Internacional de Pagos y Banco de España.

a Las barras representan la contribución (en puntos porcentuales) a la variación del crecimiento en riesgo entre diciembre de 2019 y marzo de 2020 y entre marzo y junio de 2020 de cada uno de los factores incluidos en el modelo. Los resultados distinguen entre los países que han relajado medidas macroprudenciales como respuesta a la pandemia (PMP=1) y aquellos que no lo han hecho (PMP=0). Valores positivos (negativos) representan una contribución positiva (negativa) al crecimiento en riesgo. Los rombos representan la variación en la mediana del crecimiento en riesgo en cada grupo de países. Para detalles sobre la metodología utilizada ver, Galán J. E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo N.º 2007. Banco de España.

del PIB durante las restricciones a la movilidad, una menor volatilidad en sus mercados financieros o una posición diferente en el ciclo financiero. El gráfico 2 analiza en más detalle los determinantes de los cambios observados a través de la descomposición de los factores que han explicado la variación en el crecimiento en riesgo estimado en los dos grupos de países. Por una parte, se observa que la variación en el crecimiento en riesgo entre diciembre de 2019 y marzo de 2020 estuvo explicada principalmente por el aumento del estrés en los mercados financieros, seguido del deterioro del crecimiento económico, y que estos factores impactaron de manera similar a ambos grupos de países. Por otra parte, la variación en el crecimiento en riesgo durante el segundo trimestre de 2020 se explica principalmente por la caída abrupta del crecimiento económico. En sentido inverso, la mejoría en el nivel de estrés financiero ha actuado como factor mitigante, limitando el deterioro del crecimiento en riesgo. En la comparación entre los dos grupos de países, se observa también que para los que han podido liberar los colchones macroprudenciales, esta decisión ha actuado como un factor compensador adicional, mejorando en

cerca de 0,4 puntos porcentuales el crecimiento en riesgo a un horizonte de un año.

Si bien otros factores pueden haber permitido al grupo de países menos afectado durante el segundo trimestre presentar un menor deterioro del PIB, la liberación de colchones macroprudenciales explicaría cerca de una tercera parte de las diferencias en la variación del crecimiento en riesgo entre ambos grupos. Estos países han podido adoptar estas medidas gracias a que contaban con suficiente espacio macroprudencial derivado de haber activado instrumentos macroprudenciales en los años anteriores. Los motivos por los que algunos países disponían de este espacio macroprudencial son diversos, pero destacan las condiciones diferentes del ciclo financiero, que aconsejaron endurecer los requerimientos macroprudenciales en los años previos a esta crisis. En cualquier caso, este ejercicio evidencia que contar con colchones macroprudenciales ante eventos inesperados puede ayudar a mitigar, al menos parcialmente, los efectos de estos *shocks*.

LA RESPUESTA DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO A LA CRISIS DEL COVID-19

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) fue creada a finales de 2010 con un mandato de vigilancia macroprudencial del sistema financiero en la UE. Las actividades del ESRB¹ tienen por objetivo contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera en la UE, de modo que se eviten episodios de perturbaciones financieras generalizadas, contribuyendo así al buen funcionamiento del mercado interior y —en última instancia— a una aportación sostenible del sector financiero al crecimiento económico.

El profundo impacto macroeconómico y financiero derivado de la irrupción de la pandemia del Covid-19 —y las subsiguientes medidas de confinamiento y restricciones adoptadas por las autoridades públicas para combatirla— supone el reto más importante que ha tenido que afrontar esta institución desde su creación hace apenas una década.

En un contexto de rápida y amplia reacción institucional a nivel global, de la UE y nacional motivada por la urgente necesidad de mitigar el impacto de la pandemia en la sociedad y el aparato productivo, el ESRB decidió en abril adaptar su programa regular de trabajo a la nueva situación. En concreto, la Junta General del ESRB acordó² centrar temporalmente su atención en cinco áreas de actuación y coordinación prioritarias:

- (i) Implicaciones para el sistema financiero de los programas públicos de avales y otras medidas fiscales para proteger a la economía real;
- (ii) Falta de liquidez del mercado y sus consecuencias para las sociedades gestoras de activos y compañías de seguros;

(iii) Impacto procíclico de las rebajas de calificación de la deuda sobre los mercados y las entidades financieras;

(iv) Restricciones en todo el sistema financiero al pago de dividendos, a la recompra de acciones y a otras distribuciones;

(v) Riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía (*margin calls*).

Estas cinco líneas de trabajo del ESRB «en modo crisis» se desarrollaron principalmente entre los meses de abril y junio, con la involucración de su Comité Técnico Consultivo y Comité Científico Consultivo³. De manera destacada, los trabajos del ESRB depararon:

- Una Recomendación (JERS/2020/8)⁴ dirigida a todas las autoridades macroprudenciales de la UE para analizar las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de deuda y los programas de avales públicos y otras medidas de naturaleza fiscal adoptadas para proteger a la economía real en respuesta a la pandemia de Covid-19. La emisión de esta Recomendación vino precedida por una carta⁵ que el ESRB envió al ECOFIN en la que se invitaba a las autoridades fiscales a cooperar e intercambiar información con los bancos centrales y autoridades supervisoras de sus países. Por España, la autoridad destinataria de esta Recomendación es la AMCESFI, que debe remitir trimestralmente al ESRB información sobre las medidas implantadas en nuestro país. Por este motivo, el Comité Técnico de Estabilidad Financiera de la AMCESFI⁶ está desarrollando un marco analítico de evaluación de las medidas, según se estipula en dicha Recomendación;

1 En el ESRB participan los bancos centrales y autoridades supervisoras nacionales de banca, mercados de valores, seguros y fondos de pensiones de todos los Estados Miembros de la UE/Espacio Económico Europeo, junto con las instituciones y agencias comunitarias con responsabilidades regulatorias y supervisoras en este ámbito. El BCE alberga el secretariado del ESRB y proporciona los recursos necesarios para su operativa.

2 Véase las notas de prensa del ESRB: «La Junta General de la JERS celebró su 37ª reunión ordinaria el 2 de abril de 2020», de 9 de abril de 2020; «La Junta General de la JERS adopta el primer conjunto de medidas para hacer frente a la emergencia del coronavirus en su reunión extraordinaria del 6 de mayo de 2020», de 14 de mayo de 2020; «La Junta General de la JERS adopta el segundo conjunto de medidas en respuesta a la emergencia del coronavirus en su reunión extraordinaria del 27 de mayo de 2020», de 8 de junio de 2020; y «La Junta General de la JERS celebró su 38ª reunión ordinaria el 25 de junio de 2020», de 2 de julio de 2020.

3 El Comité Técnico Consultivo del ESRB está presidido desde julio de 2019 por Pablo Hernández de Cos, Gobernador del Banco de España. Por su parte, el Comité Científico Consultivo del ESRB está presidido desde septiembre de 2020 por Javier Suárez, profesor del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

4 Recomendación JERS/2020/8, de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia de la Covid-19.

5 Véase «ESRB letter to Governments on the financial stability impact of the national guarantee schemes and other fiscal measures», 14 de mayo de 2020.

6 El Comité Técnico de Estabilidad Financiera de la AMCESFI está presidido ex officio por Margarita Delgado, Subgobernadora del Banco de España.

LA RESPUESTA DE LA JUNTA EUROPEA DE RIESGO SISTÉMICO A LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

- Una Recomendación (JERS/2020/7)⁷ dirigida a autoridades microprudenciales sobre restricciones de dividendos y remuneración variable hasta el 1 de enero de 2021, aplicable a bancos, aseguradoras, empresas de servicios de inversión y entidades de contrapartida central (ECC). En lo concerniente a entidades bancarias, a esta recomendación se han adherido el BCE y las autoridades nacionales del Mecanismo Único de Supervisión, entre ellas el Banco de España, que emitió su propia recomendación a finales de julio⁸;
 - Una Recomendación (JERS/2020/6)⁹ dirigida a autoridades microprudenciales competentes, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y la Comisión Europea sobre riesgos de liquidez asociados a márgenes de garantía, con el objetivo de: i) limitar los cambios abruptos asociados a la demanda de activos de garantía; ii) mejorar los escenarios de las pruebas de resistencia de las ECC; iii) limitar las restricciones de liquidez relacionadas con el cobro de márgenes, y iv) promover estándares internacionales relativos a la mitigación de la prociclicidad en la prestación de servicios de compensación de clientes y en las operaciones de financiación de valores. Por España, la CNMV es la principal autoridad destinataria de la Recomendación, aunque también afecta al Banco de España en su capacidad de supervisor de entidades de crédito que son miembros de ECC.
 - Una Recomendación (JERS/2020/4)¹⁰ dirigida a ESMA para que coordine con las autoridades nacionales competentes un ejercicio de supervisión de fondos de inversión con exposiciones significativas a deuda corporativa y a activos inmobiliarios, con el fin de evaluar el grado de preparación de éstos frente a potenciales perturbaciones adversas.
 - Una Nota Técnica¹¹, publicada en julio, en la que el ESRB difundió los resultados de un análisis de escenarios *top-down* de rebajas masivas de calificaciones externas (*ratings*) de la deuda corporativa y su impacto estimado sobre los sectores del sistema financiero. El estudio del ESRB sugiere que, hipotéticamente, en el conjunto de la UE podrían generarse pérdidas comprendidas entre 156 y 298 miles de millones de euros si se materializaran los escenarios y los supuestos considerados. Una porción significativa de estas pérdidas vendría originada por ventas forzosas (*fire sales*) de entidades financieras que se verían obligadas a desprenderse de aquellas tenencias de títulos de deuda corporativa que pierdan la calificación de grado de inversión al ver su *rating* rebajado por debajo de BBB. Por sectores, los fondos de inversión y las compañías aseguradoras serían los más afectados.
 - Una carta¹² dirigida a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) instando a reforzar en el corto plazo el seguimiento del riesgo de liquidez en compañías aseguradoras, en aras de afianzar la fortaleza del sector ante un potencial deterioro de las condiciones financieras.
- Por último, cabe destacar que el ESRB ha puesto en marcha en su sitio web un detallado directorio de consulta¹³ de medidas nacionales de política financiera adoptadas en la UE/EEE por bancos centrales, autoridades supervisoras y gobiernos en respuesta al Covid-19. Este repositorio de información se actualiza regularmente con las últimas actuaciones acometidas en cada país.

7 Recomendación JERS/2020/7, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19.

8 Véase la nota de prensa del Banco de España «El Banco de España extiende a las entidades menos significativas bajo su supervisión directa la recomendación del BCE sobre distribución de beneficios y retribución variable», de 28 de julio de 2020.

9 Recomendación JERS/2020/6, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía.

10 Recomendación JERS/2020/4, de 6 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez de los fondos de inversión.

11 «A system-wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades». ESRB Technical Note, julio de 2020.

12 Véase «ESRB letter to EIOPA on Liquidity risks in the insurance sector», 8 de junio de 2020.

13 Accesible en el siguiente enlace: [Policy measures in response to the COVID-19 pandemic](#).

ADAPTACIONES DE LA NORMATIVA BANCARIA EUROPEA EN RESPUESTA A LA PANDEMIA COVID-19 (QUICK FIX)

El 26 de junio de 2020, se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la modificación de la CRR¹ en respuesta a la COVID-19, conocida informalmente como *quick fix*. La mayoría de las modificaciones tienen un carácter temporal, aunque algunas de ellas se aplicarán de manera permanente o se corresponden con el adelanto de reformas previstas para su entrada en vigor en 2021. A continuación se destacan los principales² cambios introducidos:

- **Filtro prudencial** —se introduce la opción para las entidades³ de aplicar un filtro que neutralice de forma transitoria el impacto en CET 1 de las variaciones de valor de los instrumentos de deuda soberana⁴ clasificados a valor razonable con impacto en patrimonio neto (FVOCI, por sus siglas en inglés). Los cambios en el valor razonable de estos activos se contabilizan en los ajustes por valoración del patrimonio neto y, al ser un elemento de CET 1, tienen un efecto directo en el capital de máxima calidad de las entidades.

El filtro se aplicará durante tres años a las pérdidas y ganancias no realizadas, acumuladas a partir del 31 de diciembre de 2019. En concreto, la neutralización es completa el primer año, disminuyendo de forma progresiva en los dos posteriores (100 % en 2020, 70 % en 2021 y 40 % en 2022).

- **Revisión del tratamiento prudencial transitorio aplicable a los deterioros contables por pérdida esperada** —se modifica el tratamiento favorable de las provisiones (introducido para suavizar el proceso de transición desde los pasados modelos de pérdida incurrida a los actuales de pérdida esperada), reiniciando su calendario de aplicación para aquellas provisiones derivadas del impacto de la Covid-19⁵. Para capturarlas, se usa como proxy el incremento del *stock* de provisiones sobre exposiciones clasificadas como riesgo normal o

normal en vigilancia especial (*stage 1* o *stage 2*) desde el 1 de enero de 2020. Este tratamiento permite que estos aumentos se puedan reconocer en CET1 (efecto conocido como *add-back*) al 100 % durante los años 2020 y 2021, reduciendo el porcentaje de reconocimiento, de forma progresiva y proporcional, los tres años siguientes (75 % en 2022; 50 % en 2023 y 25 % en 2024).

Además, se flexibiliza la posibilidad de que las entidades se acojan a este mecanismo, para evitar que su uso se limite exclusivamente a las entidades que hubiesen decidido aplicarlo con anterioridad.

- **Ajustes sobre la exclusión temporal de las reservas en bancos centrales de la ratio de apalancamiento⁶** —con esta modificación se permite excluir las reservas en bancos centrales del denominador de esa ratio cuando la autoridad competente, en consulta con el banco central, determine la existencia de circunstancias excepcionales que lo justifiquen, para facilitar la implementación de la política monetaria.

Los ajustes introducidos tienen fundamentalmente dos objetivos. Por una parte, se facilita la aplicación de la exclusión a efectos de reporte supervisor y difusión de información al mercado hasta junio de 2021 (la ratio de apalancamiento no se introduce como requerimiento mínimo hasta esa fecha, por lo que los efectos directos sobre requisitos de capital de la exclusión no operan antes de esa fecha).

Por otro lado, se modifica la calibración requerida actualmente para introducir esta exención (ya contemplada en CRR). El método que existía en la CRR neutralizaba cualquier tipo de beneficio

1 Reglamento (UE) 575/2013 y Reglamento (UE) 2019/876.

2 Además de los aspectos enumerados, se ha modificado el tratamiento del riesgo de crédito de las *exposiciones frente a bancos o administraciones centrales en la moneda de otro Estado miembro*, para reinstaurar un tratamiento transitorio favorable en el marco de los límites a grandes riesgos y ponderación por riesgo de estas exposiciones.

3 Las entidades tienen opción de revertir este tratamiento una vez durante el período transitorio.

4 Tratados como soberano bajo los artículos 115.2 y 116.4, con la excepción de los activos financieros dudosos.

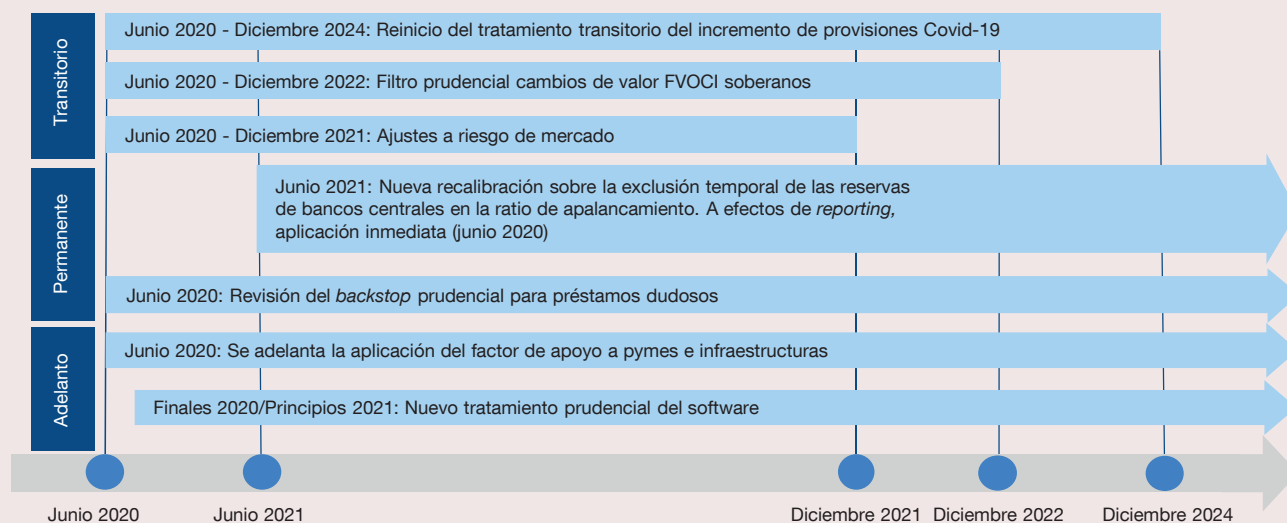
5 El tratamiento sobre el componente estático (aumento de provisiones derivado de la primera aplicación de IFRS9) se mantiene. Por otra parte, la variación del componente dinámico previa a 2020 (incremento diferencial del *stock* de provisiones en *Stage 1* y *Stage 2* desde 1 enero 2018 hasta 31 diciembre 2019) se somete al tratamiento transitorio ya existente sólo en caso de que suponga un beneficio para la entidad.

6 Se acuerda también el retraso de entrada en vigor del buffer de ratio de apalancamiento para GSIBs hasta 2023, en consistencia con el retraso de un año acordado a nivel internacional sobre la implementación de los estándares de Basilea acordados en 2017.

ADAPTACIONES DE LA NORMATIVA BANCARIA EUROPEA EN RESPUESTA A LA PANDEMIA COVID-19 (QUICK FIX) (cont.)

Esquema 1

CRONOLOGÍA Y DURACIÓN DE LAS REFORMAS DEL QUICK FIX



FUENTE: Banco de España.

obtenido con la exención, con el objetivo de evitar que se liberase capital como consecuencia de su aplicación. Con esta modificación se hace operativa esta aplicación, evitando ese efecto y, por tanto, permitiendo que los aumentos de reservas en Bancos Centrales no afecten a la ratio de apalancamiento de las entidades.

- **Revisión del *backstop* prudencial para préstamos dudosos** —con respecto al cálculo de la deducción por insuficiencia de cobertura de las exposiciones dudosas, se introduce de manera permanente la aplicación de un factor del 0% sobre la parte garantizada por administraciones del sector público. Este tratamiento es aplicable durante los siete primeros años desde la clasificación de la exposición como dudosa.
- **Ajustes a los requerimientos de riesgo de mercado** —se otorga a los supervisores discrecionalidad para decidir si, en circunstancias excepcionales y de manera individualizada, las entidades pueden excluir del cálculo de los requerimientos por riesgo de mercado los excesos que reflejen los modelos internos de la entidad producidos entre el 1 de

enero de 2020 y el 31 de diciembre de 2021, siempre y cuando no se produzcan por deficiencias en los modelos.

- **Adelanto de medidas previstas para 2021, que incluye:**
 - **Deducción por software** se acelera la entrada en vigor del nuevo tratamiento prudencial del software. El desarrollo del nuevo tratamiento es responsabilidad de la Asociación Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) mediante norma técnica de regulación (RTS, por sus siglas en inglés)⁷. La modificación del *quick fix* establece su aplicación a partir de la entrada en vigor del RTS, en lugar de 12 meses después, como estaba previsto. Hasta la fecha, todos los activos intangibles de las entidades, incluidos estos se deducían del CET1, por lo que esta modificación tendrá un impacto inmediato en el capital de máxima calidad de las entidades.
 - **Factor de apoyo a pymes e infraestructuras** —se adelanta su aplicación al 27 de junio de

⁷ Véase «Final draft RTS on prudential treatment of software assets», EBA 14/10/2020.

ADAPTACIONES DE LA NORMATIVA BANCARIA EUROPEA EN RESPUESTA A LA PANDEMIA COVID-19 (QUICK FIX) (cont.)

2020. Las exposiciones a pymes por debajo de 2,5 M€ aplicarán un coeficiente de 0,7619 a la hora de calcular su ponderación por riesgo, mientras que las que superen ese importe, ponderarán a 0,85.⁷ El factor de apoyo a las exposiciones frente a entidades que gestionan o financian infraestructuras o apoyan servicios públicos esenciales será del 0,75, bajo el cumplimiento de determinados criterios. Estas modificaciones reducen los activos

ponderados por riesgo, por lo que elevan los ratios de solvencia.

Este conjunto de medidas tiene por objetivo introducir un tratamiento prudencial favorable con el objetivo de apoyar el flujo de crédito a hogares y empresas. Su impacto en términos de capital vendrá determinado por el tipo de exposiciones y los movimientos en los balances (provisiones, cambios en valor razonable, etc.) pero, en todo caso, se espera que implique un incremento de los ratios de solvencia prudencial.

Anejo 1

BALANCE CONSOLIDADO ENTIDADES DE DEPÓSITO

Activo	jun-20	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	jun-20/jun-19	jun-19	jun-20
		%	%	%
Caja y bancos centrales	350.791	54,1	6,2	8,9
Entidades de crédito	262.496	11,1	6,4	6,7
Crédito a las Administraciones Públicas	100.979	-1,6	2,8	2,6
Crédito al sector privado	2.198.770	3,4	58,0	56,1
Valores de renta fija	538.708	5,4	13,9	13,7
Otros instrumentos de capital	30.378	-16,2	1,0	0,8
Participaciones	26.875	3,5	0,7	0,7
Derivados	183.325	30,1	3,8	4,7
Activo material	62.240	-3,2	1,8	1,6
Resto del activo	165.636	-14,1	5,3	4,2
TOTAL ACTIVO	3.920.199	7,0	100,0	100,0
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.280.543	3,1	60,3	58,2
Financiación a las Administraciones Públicas	526.256	5,2	13,6	13,4
Activos dudosos totales	87.151	-7,9	2,6	2,2
Ratio de morosidad total	2,9	-5(b)		
Pasivo y patrimonio neto	jun-20	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	jun-20/jun-19	jun-19	jun-20
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	336.484	61,6	5,7	8,6
Depósitos de entidades de crédito	277.164	-5,4	8,0	7,1
Depósitos de las Administraciones Públicas	106.893	-5,9	3,1	2,7
Depósitos del sector privado	2.175.238	6,7	55,6	55,5
Valores negociables y financiación subordinada	433.694	2,	11,5	11,1
Derivados	172.823	24,7	3,8	4,4
Provisiones (incluye pensiones)	27.465	-15,3	0,9	0,7
Resto del pasivo	143.233	-3,9	4,1	3,7
TOTAL PASIVO	3.672.995	8,2	92,6	93,7
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	196.374	19,5	0,0	0,0
Fondos propios	270.687	-1,5	7,5	6,9
Intereses minoritarios	20.490	-10,5	0,6	0,5
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-43.973	57,3	-0,8	-1,1
TOTAL PATRIMONIO NETO	247.204	-8,3	7,4	6,3
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.920.199	7,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de junio de 2020
b Diferencia calculada en puntos básicos.

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA
ENTIDADES DE DEPÓSITO**

	jun-20		jun-19	jun-20
	m€	% Var. jun-20/jun-19	% ATM	% ATM
Productos financieros	49.874	-12,24	3,15	2,63
Costes financieros	15.492	-24,55	1,14	0,82
Margen de intereses	34.381	-5,27	2,01	1,81
Rendimiento de los instrumentos de capital	615	-26,38	0,05	0,03
Margen de intermediación	34.996	-5,75	2,06	1,84
Resultados de entidades por el método de la participación	1.022	-41,76	0,10	0,05
Comisiones netas	12.695	-5,24	0,74	0,67
Resultado de operaciones financieras	3.207	70,77	0,10	0,17
Otros resultados de explotación (neto)	168	-	-0,07	0,01
Margen bruto	52.089	-1,38	2,93	2,74
Gastos de explotación	25.442	-8,34	1,54	1,34
Margen de explotación	26.647	6,32	1,39	1,40
Pérdidas por deterioro	15.231	100,85	0,42	0,80
Otras dotaciones a provisiones (neto)	1.758	-31,23	0,14	0,09
Otros resultados (neto)	-14.480	-	0,00	-0,76
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	-4.822	-132,27	0,83	-0,25
Resultado neto	-9.511	-190,70	0,58	-0,50
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	-10.353	-215,22	0,50	-0,55

FUENTE: Banco de España.

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

Fecha de cierre de datos: 26 de octubre de 2020.

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

© Banco de España, Madrid, 2020
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	IS	Índice de sentimiento
ABE	Autoridad Bancaria Europea	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
AE	Área del euro	JUR	Junta Única de Resolución
AMCESFI	Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera	LATAM	Latinoamérica
APR	Activos ponderados por riesgo	LCR	<i>Liquidity coverage ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
ATM	Activos totales medios	LSI	<i>Less significant institutions</i>
BBLS	Bounce back loan scheme	LTP	<i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	LTRO	<i>Longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo)
BCE	Banco Central Europeo	m	miles
BMPE	Broad macroeconomic projection exercise	mm	miles de millones
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social	MMSR	<i>Money market statistical reporting</i>
BRL	Real brasileño	MREL	<i>Minimum required wligible liabilities</i>
BRRD2	Bank recovery and resolution directive 2	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CBILS	Coronavirus business interruption loan scheme	NGEU	Next generation European Union
CCA	Colchón de capital anticíclico	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
CCB	<i>Cross-currency basis</i>	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CDS	<i>Credit default swap</i>	OIS	<i>Overnight interest swap</i>
CE	Comisión Europea	OLSI	<i>Other less-significant institutions</i>
CEMFI	Centro de Estudios Monetarios y Financieros	P2G	<i>Pillar 2 guidance</i> (recomendación de Pilar 2)
CET1	Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)	P2R	<i>Pillar 2 requirement</i> (requerimiento de Pilar 2)
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	pb	Puntos básicos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	PEAC	Programa de emergencia de acceso al crédito
CRR	<i>Capital requirements regulation</i>	PELTRO	<i>Pandemic emergency longer-term refinancing operations</i>
CRR2	<i>Capital requirements regulation 2</i>	PEMEX	Petróleos Mexicanos
CRS	Colchón de riesgo sistémico	PEPP	<i>Pandemic emergency purchase programme</i> (Programa de compra de emergencia pandémica)
DBT	Deuda bancaria total	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
DI	Datos individuales	PESE	Programa de emergencia de soporte a empleos
ECB	European Central Bank	PIB	Producto interior bruto
ECC	Entidades de contrapartida central	PII	Posición de inversión internacional
ECOFIN	Consejo de Asuntos Económicos y Financieros	PMI	<i>Purchasing managers' index</i>
ED	Entidad de depósito	PMP	Política macroprudencial
EEE	Espacio económico europeo	pp	Puntos porcentuales
EFC	Establecimiento financiero de crédito	PPP	<i>Paycheck protection program</i>
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EMCI	Emerging markets currency index	RBD	Renta bruta disponible
EPB	Encuesta de préstamos bancarios	RM	Renta media
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
ESI	<i>Economic sentiment indicator</i>	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ESMA	European Securities and Markets Authority	RTS	<i>Regulatory technical standards</i>
ESRB	European Systemic Risk Board	S1/S2	<i>Stage 1 / Stage 2</i>
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
ETF	<i>Exchange traded funds</i>	SFNB	Sector financiero no bancario
FGD	Fondo de garantía de depósitos	SNCE	Sistema nacional de compensación electrónica
FLESB	<i>Forward looking exercise on Spanish banks</i>	SNF	Sociedad no financiera
FMI	Fondo Monetario Internacional	TARGET2	<i>Trans-european automated real-time gross settlement express transfer system</i>
FVOCI	<i>Fair value through other comprehensive income</i>	TLAC	<i>Total loss-absorbing capacity</i>
GBP	Libra esterlina	TLTRO	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
GSIB	<i>Global systemically important banks</i>	TR	Trimestre
ICEA	Investigación cooperativa entre entidades aseguradoras y fondos de pensiones	TRY	Lira turca
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE	Unión Europea
IEF	Informe de estabilidad financiera	UEM	Unión Económica y Monetaria
IFRS	<i>International financial reporting standards</i>	WEO	World Economic Outlook
IGBM	Índice general de la bolsa de Madrid		
IMF	International Monetary Fund		
INE	Instituto Nacional de Estadística		
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones		
IRS	Indicador de riesgo sistémico		

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AT	Austria	DE	Alemania	JP	Japón	RO	Rumanía
AU	Australia	DK	Dinamarca	KR	Corea del Sur	SE	Suecia
BE	Bélgica	EE	Estonia	KY	Islas Caimán	SI	Eslovenia
BG	Bulgaria	ES	España	LT	Lituania	SK	Eslovaquia
BR	Brasil	FI	Finlandia	LU	Luxemburgo	TR	Turquía
CA	Canadá	FR	Francia	LV	Letonia	US	Estados Unidos
CH	Suiza	GB	Reino Unido	MT	Malta		
CL	Chile	GR	Grecia	MX	México		
CN	China	HR	Croacia	NL	Holanda		
CY	Chipre	HU	Hungría	NO	Noruega		
CZ	República Checa	IE	Irlanda	PL	Polonia		
		IT	Italia	PT	Portugal		