

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**05/2018**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema









INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2018

Fecha de cierre de este Informe: 24 de abril.

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

© Banco de España, Madrid, 2018

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS (\*)

AAPP:	Administraciones Públicas
ABE:	Autoridad Bancaria Europea
AFDV:	Activos financieros disponibles para la venta
AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
APR:	Activos ponderados por riesgo
AT:	Activos totales
ATM:	Activos totales medios
BCBS:	Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	Bank for International Settlements (Banco de Pagos Internacionales)
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CBE:	Circular del Banco de España
CCA:	Colchón de capital anticíclico
CDO:	<i>Collateralized Debt Obligation</i> (obligación de deuda garantizada)
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i> (permuta de incumplimiento crediticio)
CEIOPS:	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COREP:	<i>Common Reporting</i> (Comunicación de información sobre fondos propios)
CRR:	<i>Capital requirements regulation</i> (Reglamento de requerimientos de capital)
DGSyFP:	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DI:	Datos de los estados individuales
DSR:	<i>Debt service ratio</i>
EC:	Entidades de crédito
ED:	Entidades de depósito
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos financieros de crédito
FASB:	Financial Accounting Standards Board
FIM:	Fondos de inversión inmobiliaria
FINREP:	<i>Financial Reporting</i> (Comunicación de información financiera)
FLESB:	<i>Forward Looking Exercise on Spanish Banks</i>
FMI:	Fondo Monetario Internacional
FMM:	Fondos del mercado monetario
FROB:	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSA:	Financial Services Authority
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
FSB:	Financial Stability Board
FTA:	Fondos de titulización de activos
FTH:	Fondos de titulización hipotecaria
GAAP:	<i>General Accepted Accounting Principles</i>
GHOS:	Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision
IAPC:	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IAS:	<i>International Accounting Standards</i>
IASB:	International Accounting Standards Board
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
INE:	Instituto Nacional de Estadística
IOSCO:	International Organization of Securities Commissions
IPSEBENE:	Índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos
IRB:	<i>Internal ratings based approach</i> (enfoque basado en calificaciones internas)
ISDA:	International Swaps and Derivatives Association
ISFLSH:	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
JERS:	Junta Europea de Riesgo Sistémico
LGD:	<i>Loss Given Default</i> (pérdida en caso de impago)
LTV:	<i>Loan to value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
m:	Millones
ME:	Margen de explotación
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MI:	Margen de intermediación

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

MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones
MREL:	<i>Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities</i>
MUS:	Mecanismo Único de Supervisión
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OFI:	Otros intermediarios financieros
OMC:	Organización Mundial del Comercio
OTC:	<i>Over the counter</i> (mercados no regulados)
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (probabilidad de impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i> (relación entre el precio o valor y los beneficios)
PIB:	Producto interior bruto
pp:	Puntos porcentuales
RBD:	Renta bruta disponible
RDL:	Real Decreto Ley
ROA:	<i>Return on Assets</i> (rentabilidad del activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (rentabilidad de los fondos propios)
SA:	<i>Standardised approach</i> (enfoque estándar)
SPV:	<i>Special Purpose Vehicle</i> (sociedad instrumental)
TARP:	<i>Trouble Assets Relief Program</i> (Programa del Gobierno de Estados Unidos de compra de activos)
TLTRO:	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor añadido bruto
VABpm:	Valor añadido bruto a precios de mercado
VaR:	<i>Value at Risk</i> (valor en riesgo)

## CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

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

## ÍNDICE

RESUMEN 17

<b>1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>21</b>	<b>1.1 Mercados financieros</b>	<b>21</b>	<b>1.2 Entorno macroeconómico</b>	<b>27</b>		
<b>2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA</b>	<b>35</b>	<b>2.1 Evolución de los riesgos bancarios</b>	<b>35</b>	<b>2.2 Rentabilidad</b>	<b>61</b>	<b>2.3 Solvencia</b>	<b>67</b>
<b>3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL</b>	<b>75</b>	<b>3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas</b>	<b>75</b>	<b>3.2 Entidades de importancia sistémica</b>	<b>78</b>		
<b>4 ANEJOS</b>	<b>81</b>	<b>Anejo 1. Balance consolidado</b>	<b>81</b>	<b>Anejo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada</b>	<b>82</b>		



## ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

Cuadro 1	Factores de riesgo	18
Gráfico A	Ingresos y costes financieros y margen de intereses	19
Gráfico B	Variación interanual del crédito a hogares no destinado a vivienda y sus componentes	19
Gráfico C	Activos dudosos y ratio de dudosos del sector privado residente	19
Gráfico D	Volatilidad implícita	19
Gráfico E	Diferenciales de la deuda publica a diez años frente a la alemana	19
Gráfico F	Primas de los CDS bancarios a cinco años	19
Gráfico 1.1	Indicadores de mercados financieros	22
	A Índices de bolsa	
	B Diferenciales corporativos	
	C Tipos de interés a largo plazo	
	D Tipos de cambio frente al dólar	
	E Volatilidad implícita	
	F Diferenciales de la deuda pública a 10 años frente a la alemana	
	G Flujos de capitales hacia emergentes	
	H Primas de los CDS bancarios a 5 años	
Gráfico 1.2	PIB y previsiones	27
	A Variación del PIB en economías avanzadas	
	B Variación del PIB en economías emergentes	
	C Evolución de las previsiones de la variación del PIB para 2018 en economías avanzadas	
	D Evolución de las previsiones de la variación del PIB para 2018 en economías emergentes	
Gráfico 1.3	El impulso fiscal en EE.UU.	29
	A Relación <i>output gap</i> y déficit público (1967-2020)	
	B EE.UU. previsión PIB	
	C EE.UU. previsión inflación	
	D Saldo fiscal y por cuenta corriente	
Gráfico 1.4	Crecimiento del PIB y previsiones	31
	A UEM	
	B España	
Gráfico 1.5	Economía española. Sectores no financieros y sector exterior	33
	A Mercado de la vivienda	
	B Riqueza de los hogares	
	C Ratio de endeudamiento y carga financiera. Hogares	
	D Ratio de endeudamiento y carga financiera. Sociedades no financieras	
	E AAPP	
	F Sector exterior	
Gráfico 2.1	Exposición internacional. Activos financieros	35
Gráfico 2.2	Exposición internacional. Préstamos. Distribución geográfica	36
	A Evolución de la distribución geográfica de los préstamos	
	B Distribución geográfica de los préstamos por contraparte	
Gráfico 2.3	Exposición internacional. Préstamos. Tasas de variación interanual	37

<b>Gráfico 2.4</b>	<b>Exposición internacional. Ratio de préstamos dudosos</b>	<b>38</b>
	A Evolución de la ratio de préstamos dudosos en el exterior	
	B Comparativa europea del volumen de préstamos dudosos	
	C Comparativa europea de la ratio de préstamos dudosos	
<b>Gráfico 2.5</b>	<b>Crédito al sector privado residente. Tasa de variación interanual</b>	<b>39</b>
<b>Gráfico 2.6</b>	<b>Crédito al sector privado residente</b>	<b>43</b>
	A Distribución de la tasa de variación del crédito total	
	B Distribución de la tasa de variación del crédito para consumo	
<b>Gráfico 2.7</b>	<b>Crédito hipotecario y condiciones de financiación</b>	<b>43</b>
	A Crédito hipotecario nuevo para adquisición de vivienda	
	B Tasas de aceptación de los créditos solicitados	
	C Tipos de interés (TAE) de nuevas operaciones	
<b>Gráfico 2.8</b>	<b>Activos dudosos del sector privado residente</b>	<b>49</b>
	A Activos dudosos. Evolución por sector de actividad	
	B Tasa de variación interanual de los activos dudosos por sectores de actividad	
	C Distribución de la tasa de variación del crédito dudoso	
	D Distribución de la tasa de variación del crédito dudoso a consumo	
<b>Gráfico 2.9</b>	<b>Activos dudosos del sector privado residente. Flujos</b>	<b>50</b>
<b>Gráfico 2.10</b>	<b>Ratio de dudosos del sector privado residente</b>	<b>51</b>
	A Ratio de dudosos	
	B Ratio de dudosos, por sectores de actividad	
<b>Gráfico 2.11</b>	<b>Riesgo sistémico</b>	<b>53</b>
	A Indicador de riesgo sistémico (IRS)	
	B Contribución de los bancos españoles al riesgo sistémico medido a través del COVAR	
<b>Gráfico 2.12</b>	<b>Financiación mayorista</b>	<b>54</b>
	A Volumen de negociación del Eonia	
	B Saldo vivo de las subastas del Eurosistema	
	C Balance del Eurosistema y exceso de liquidez	
	D Principales emisiones de las entidades de depósito españolas en los mercados mayoristas de medio y largo plazo	
	E Comparativa europea del coste de las emisiones en 2017	
<b>Gráfico 2.13</b>	<b>Exposición internacional. Pasivos financieros. Depósitos</b>	<b>56</b>
<b>Gráfico 2.14</b>	<b>Exposición internacional. Depósitos. Distribución geográfica</b>	<b>56</b>
	A Evolución de la distribución geográfica de los depósitos	
	B Distribución geográfica de los depósitos por contraparte	
<b>Gráfico 2.15</b>	<b>Comparativa europea de la estructura de financiación de las IFM</b>	<b>57</b>
<b>Gráfico 2.16</b>	<b>Comparación europea de la ratio de cobertura de liquidez. Países del MUS y Reino Unido</b>	<b>58</b>
<b>Gráfico 2.17</b>	<b>Financiación minorista</b>	<b>59</b>
	A Variación de los depósitos de hogares y sociedades no financieras y tipos de interés de los saldos vivos	
	B Depósitos de hogares y sociedades no financieras. Tasas de variación interanual	
	C Evolución relativa de la ratio crédito-depósitos	
	D Contribución a la variación del patrimonio neto de los fondos de inversión de la rentabilidad y de las suscripciones netas	
<b>Gráfico 2.18</b>	<b>Sistema financiero y banca en la sombra</b>	<b>60</b>
	A Porcentaje de activos financieros mantenidos por las instituciones financieras	
	B Reparto de los activos financieros de banca en la sombra global por país	
	C Reparto de los activos financieros de banca en la sombra global por función económica	

Gráfico 2.19	Rentabilidad a nivel consolidado	61
	A	Descomposición de la variación del resultado consolidado atribuido a la entidad dominante en diciembre de 2017 con respecto a diciembre de 2016. Porcentaje sobre ATM
	B	Porcentaje sobre ATM de las pérdidas por deterioro de activos financieros
Gráfico 2.20	Comparación europea de medidas de rentabilidad. Países del MUS y Reino Unido	62
	A	Margen de intereses sobre margen bruto
	B	Comisiones netas sobre margen bruto
Gráfico 2.21	Comparación europea de la ratio de eficiencia. Países del MUS y Reino Unido	63
	A	Ratio de eficiencia
	B	Variación de la ratio de eficiencia entre diciembre de 2016 y septiembre de 2017
Gráfico 2.22	Rentabilidad	64
	A	Ingresos y costes financieros y margen de intereses
	B	Margen de intereses y comisiones netas sobre margen bruto
Gráfico 2.23	Empleados y oficinas	65
	A	Empleados y oficinas. 2001 - 2017
	B	Empleados y oficinas. 2008 - 2017
Gráfico 2.24	Información de mercado	65
	A	Evolución de los índices bursátiles del sector bancario
	B	Cociente entre el valor de mercado y el valor en libros ( <i>price to book value</i> ) del sector bancario
Gráfico 2.25	Ratios de capital	68
Gráfico 2.26	Composición de los fondos propios y de los activos ponderados por riesgo	69
	A	Niveles de capital y de exposición al riesgo
	B	Composición de los activos ponderados por riesgo
	C	Composición de los fondos propios
	D	Composición de la ratio de capital ordinario de nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo
Gráfico 3.1	Niveles del mapa de indicadores	76
Gráfico 3.2	Mapa de indicadores por subcategorías	77
Gráfico 3.3	Brecha de crédito-PIB	78
	A	Ratio de crédito-PIB y su tendencia de largo plazo
	B	Variación de la brecha de crédito-PIB por componentes (variación interanual)
Cuadro 3.1	Entidades de importancia sistémica en el ejercicio 2018	79



## ÍNDICE DE RECUADROS

- Recuadro 1.1 Métricas de valoración bursátil** 23
- A PER ajustado al ciclo
  - B Rendimiento por dividendos
  - C Prima de riesgo
  - D Diferenciales corporativos frente a la deuda pública a diez años y prima de riesgo. EEUU
- Recuadro 2.1 Análisis de la evolución reciente del crédito al consumo** 40
- A Variación interanual del crédito a hogares no destinado a vivienda y sus componentes
  - B Variación interanual del crédito dudoso a hogares no destinado a vivienda y sus componentes
  - C Ratio de morosidad del crédito a hogares no destinado a vivienda y sus componentes
  - D Ratio de cobertura del crédito dudoso a hogares no destinado a vivienda y sus componentes
  - E Variación interanual de los componentes del crédito al consumo
  - F Ratio de morosidad de los componentes del crédito al consumo
  - G Crédito nuevo a hogares distinto del destinado a vivienda
  - H Variación interanual del crédito al consumo en los principales países de la zona euro
- Recuadro 2.2 Análisis de la evolución reciente del crédito a PYMEs** 44
- A Tasa de variación interanual del crédito a PYMEs y peso en el total de empresas no financieras
  - B Composición del crédito a PYMEs
  - C Distribución del crédito a PYMEs, según sector de actividad
  - D Ratio de dudosos del crédito a empresas no financieras
  - E Crédito nuevo a empresas no financieras. Importes concedidos en los últimos 12 meses
  - F Crédito nuevo a empresas no financieras en 2017
- Recuadro 2.3 Evolución de los estándares de crédito a partir de la ratio préstamo-valor de la garantía (*loan-to-value*, LTV)** 46
- A Ratio *loan-to-value* de la cartera de préstamos hipotecarios y precio de la vivienda
  - B Distribución de la ratio *loan-to-value* de los nuevos préstamos hipotecarios
- Recuadro 2.4 Criptoactivos: tipologías, riesgos e implicaciones para la estabilidad financiera** 66
- Recuadro 2.5 Exposiciones crediticias y activos ponderados por riesgo: análisis de entidades europeas** 70
- A Evolución de la composición del riesgo de crédito por país y por cartera
  - B Intensidad de uso del método IRB. Cartera total
  - C Intensidad de uso del método IRB. Carteras del sector privado
  - D Evolución de la densidad de APR. Métodos IRB y SA cartera total
  - E Evolución de la densidad de APR. Métodos IRB y SA carteras del sector privado
  - F Evolución de la densidad de APR bajo el método IRB. Carteras del sector privado
- Recuadro 2.6 Finalización de Basilea III** 73
- A Cronología de las reformas al marco regulatorio de Basilea III



## RESUMEN

### 1 Rasgos Principales

A pesar del repunte en la volatilidad que tuvo lugar en los mercados financieros el pasado febrero, con las consiguientes correcciones en los precios de los activos negociados, el contexto económico que ha prevalecido durante los últimos meses de 2017 y el comienzo de 2018 ha sido, en general, favorable.

El escenario macroeconómico a nivel global ha venido caracterizado por un crecimiento generalizado favorecido por la continuación de una política monetaria acomodaticia y unas condiciones holgadas de financiación. Las primas de riesgo de los bonos soberanos europeos con mayor rentabilidad, incluyendo al español, han mostrado descensos vinculados a mejoras en la calidad crediticia de los emisores. En este contexto económico y financiero favorable, los riesgos para la estabilidad financiera se han visto, en cierta medida, contenidos. Sin embargo, siguen existiendo factores latentes que pudieran alterar la actual situación. En concreto, la implantación de políticas fiscales procíclicas en algunos países, como en Estados Unidos, puede dar lugar a la aparición de desequilibrios, que, en el caso de la inflación, pueden alterar las expectativas sobre la actuación futura de las autoridades monetarias, y, en el caso de las cuentas exteriores, intensificar la aplicación de medidas proteccionistas. Esto, junto con un eventual rebrote en las tensiones geopolíticas, podrían revertir la situación existente de confianza, provocando un aumento en las primas de riesgo, cambiando la situación relajada de las actuales condiciones de financiación con impacto final en el crecimiento económico y en la estabilidad del sistema financiero.

La economía española terminó el año 2017 manteniendo la senda expansiva iniciada hace ya cuatro años, creciendo al 3,1 % en el conjunto del ejercicio. Se espera que esta pauta expansiva continúe, si bien a ritmos algo más moderados. La tasa de paro ha continuado descendiendo, de forma que en diciembre pasado se situó en el 16,5 %, y en este contexto, tanto las familias como las empresas han continuado mejorando su situación patrimonial, mostrando nuevas caídas en sus ratios de endeudamiento y de la carga financiera.

Por su parte, las entidades de depósito españolas durante el año 2017 han continuado la progresiva mejora de su condición financiera mostrada en los últimos años, si bien, con ciertos matices pues el nivel de negocio total consolidado descendió ligeramente, un 1,7 % respecto al dato de 2016, fundamentalmente, por la evolución del negocio doméstico. En lo que se refiere a este último, aunque el crédito al sector privado residente se contrajo a lo largo de 2017 en un 1,9 %, para ciertos segmentos, como el crédito al consumo, se han observado crecimientos positivos. Esta evolución expansiva del crédito al consumo ha venido acompañada de un cierto repunte, aunque contenido, en la morosidad.

En cuanto al resultado consolidado del año 2017, este ha superado los 15.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento de alrededor de un 44 % en relación con el obtenido un año antes, situando la rentabilidad sobre fondos propios, ROE, en el 6 %. Sin embargo, es necesario puntualizar que la cifra anterior no incluye el resultado negativo de más de 12.000 millones de euros registrado por el Banco Popular Español a raíz de su resolución el pasado mes de junio. Si se tuviera en cuenta, el resultado de las entidades españolas se situaría en el entorno de los 2.700 millones de euros, lo que supondría un descenso de casi el 75 % respecto a la cifra de 2016.

En cuanto a la solvencia, la ratio de capital total y la de nivel 1 continuaron con su tendencia ascendente que viene acaeciendo desde hace varios años, si bien la ratio de capital ordinario de nivel 1, CET1, registró un leve descenso situándose en el 12,7 %, alrededor de 16 puntos básicos (pb) menos que la de diciembre de 2016, dato condicionado por la resolución de la entidad comentada anteriormente.

## 2 Factores de Riesgo

A continuación se identifican los principales factores de riesgo para la estabilidad del sistema financiero español:

### FACTORES DE RIESGO (a)

CUADRO 1

1	Presión a la baja sobre la rentabilidad bancaria, en particular, en el negocio doméstico, condicionada por el entorno de bajos tipos de interés, el descenso de la actividad crediticia y el elevado, aunque decreciente, nivel de activos improductivos.
2	Potencial corrección abrupta en los precios de los activos financieros ante cambios significativos en las expectativas de política monetaria, especialmente en EE.UU., o en las perspectivas macroeconómicas globales, que en este último caso podrían desencadenarse por una intensificación de las medidas proteccionistas o la materialización de riesgos geopolíticos.

FUENTE: Banco de España.

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

Los factores de riesgo identificados coinciden con los señalados en el Informe de Estabilidad Financiera, IEF, anterior aunque con ciertas diferencias. En concreto, el segundo riesgo, dada la sensibilidad mostrada por los mercados después del reciente episodio del repunte en la volatilidad ante determinadas noticias que afectan a las perspectivas de crecimiento económico y de la inflación, ha cambiado su graduación pasándose a contemplar como riesgo de tipo medio frente a su consideración de riesgo bajo en el anterior IEF. La prolongación en el tiempo de unas condiciones ciertamente favorables en los mercados financieros lleva a plantear la duda de si esta situación obedece a fundamentos económicos, o simplemente el mercado está siendo demasiado complaciente respecto al riesgo. Por los anteriores motivos se ha considerado la graduación del segundo riesgo en nivel medio.

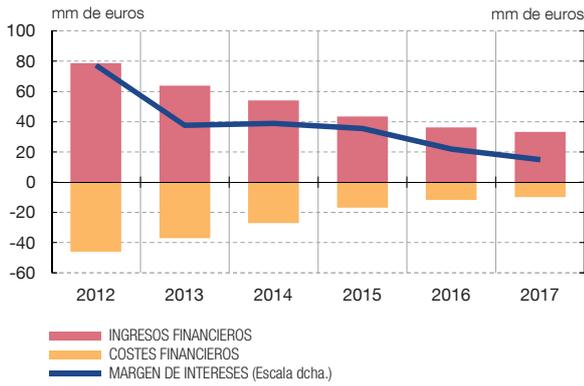
Por otra parte, aunque las tensiones financieras en torno a la situación política en Cataluña se han reducido, no se puede descartar que un eventual aumento de la incertidumbre pudiera tener efectos económicos adversos.

Es necesario recordar que estos factores presentan un alto grado de interrelación, por lo que la materialización de uno de ellos puede producir la activación del otro. Los factores de riesgo señalados también son identificados por otras autoridades internacionales pues afectan, en mayor o menor medida, al resto de los sistemas financieros del entorno del español.

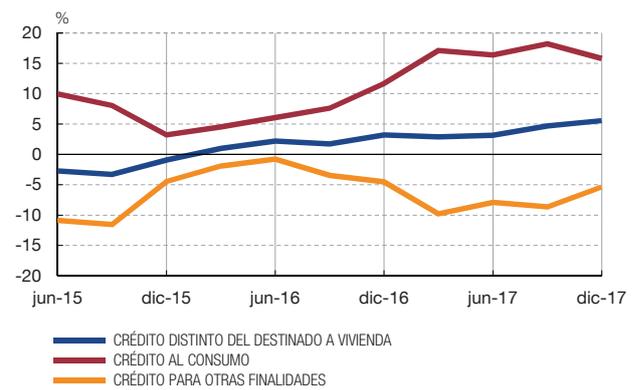
### 2.1 PRESIÓN A LA BAJA SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA

El margen de intereses de las entidades de depósito españolas en el negocio doméstico, continúa bajo presión como consecuencia del bajo nivel de los tipos de interés existentes junto con el descenso en el volumen de actividad y el aún elevado nivel de activos improductivos en los balances bancarios. El gráfico A muestra la evolución de los ingresos y costes financieros y la paulatina disminución del margen de intereses en los negocios en España. La reducción en la generación de rentas es compensada, en parte, por los también menores costes financieros, aunque cada vez con menor capacidad para registrar reducciones adicionales, lo que tiene como consecuencia un descenso del margen de intereses.

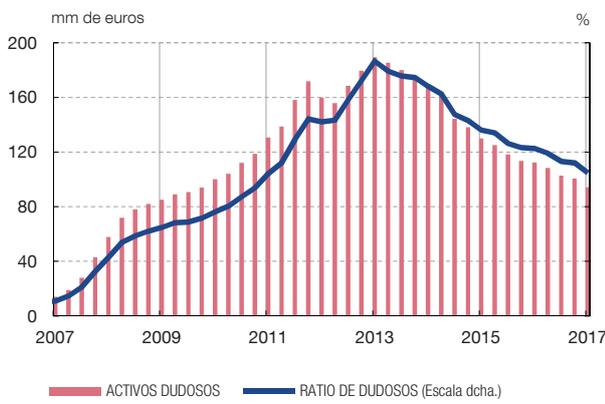
**A INGRESOS Y COSTES FINANCIEROS Y MARGEN DE INTERESES**  
Negocios en España, DI



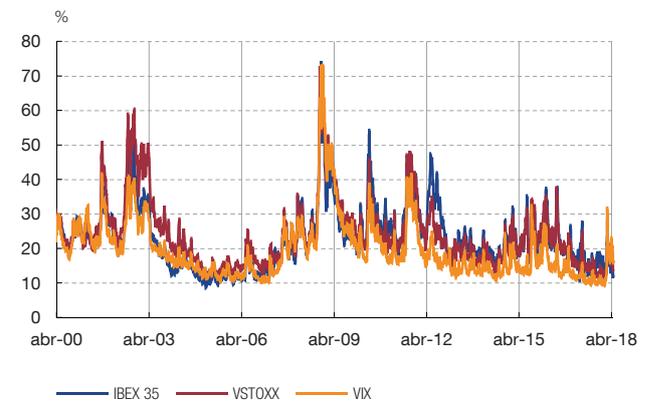
**B VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES NO DESTINADO A VIVIENDA Y SUS COMPONENTES**  
Negocios en España, DI



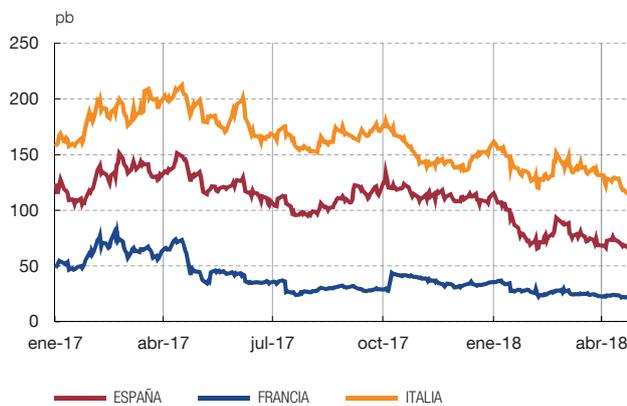
**C ACTIVOS DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE**  
Negocios en España, DI



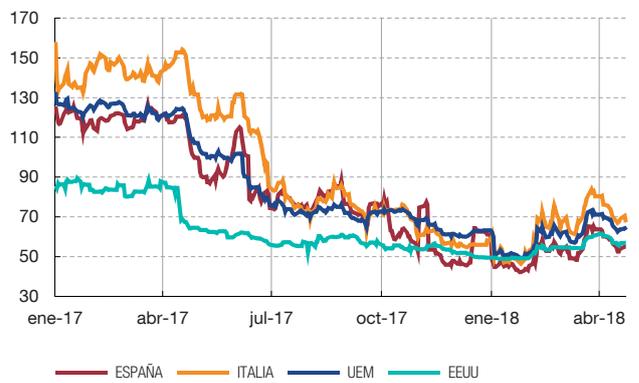
**D VOLATILIDAD IMPLÍCITA (a)**



**E DIFERENCIALES DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A LA ALEMANA**



**F PRIMAS DE LOS CDS BANCARIOS A CINCO AÑOS**



FUENTES: Banco de España y Datastream.

a Medias móviles de cinco días.

Una de las potenciales consecuencias de esta situación es la búsqueda por parte de las entidades de fuentes alternativas de recursos que ofrezcan una mayor rentabilidad pero que pueden llevar asociado un mayor riesgo. Lo anterior, junto con otros factores de demanda, podría contribuir a explicar el dinamismo observado en el crédito al consumo (gráfico B). Este es un segmento de negocio que suele tener una morosidad relativamente elevada y en el que las garantías juegan un papel menor, por lo que la evolución de esta cartera y su morosidad tendrán que analizarse con atención en los próximos trimestres.

En todo caso, el peso que tiene este tipo de crédito representa un 4,8% del total del crédito al sector privado residente.

Aunque la presión sobre la rentabilidad se sigue clasificando como un factor de riesgo de nivel medio, es importante resaltar el progreso realizado en la reducción del volumen de activos improductivos en los últimos años por las entidades de depósito. Así, la ratio de morosidad del crédito al sector privado residente en España se ha reducido casi 6 puntos porcentuales (pp) desde su máximo en 2013, con una caída acumulada en el nivel de activos dudosos a la mitad de los existentes en dicha fecha (gráfico C). La mejora en el crecimiento económico, así como la gestión activa por parte de las entidades, está suponiendo un descenso continuado de este tipo de activos con un reflejo directo tanto en la ratio de morosidad como en la cuenta de resultados.

## 2.2 POTENCIAL CORRECCIÓN ABRUPTA EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Aún cuando en febrero pasado se produjo un fuerte repunte en los índices de volatilidad (gráfico D) con las consiguientes correcciones en los precios de los activos financieros negociados (especialmente en renta variable), las condiciones financieras se han mantenido, en general, bastante favorables (gráficos E y F).

En cualquier caso, lo que se ha puesto de manifiesto es la sensibilidad de los precios negociados ante cambios en las expectativas respecto a la evolución de la política monetaria, o en relación con la ampliación en la aplicación de políticas proteccionistas, la pérdida de confianza de los agentes y la existencia de riesgos geopolíticos. En este contexto se habrían incrementado los riesgos de que se pueda producir un ajuste brusco de las valoraciones en los mercados financieros.

La materialización de estos riesgos llevaría a un tensionamiento de las condiciones de financiación que, junto con los efectos riqueza, podría tener una repercusión negativa sobre las perspectivas de crecimiento, la sostenibilidad de los pasivos de sectores altamente endeudados, y el sistema financiero en su conjunto, con efectos inmediatos en sus perspectivas de rentabilidad futura.

De esta manera, dados los bajos niveles de las primas de riesgo y los niveles alcanzados por algunos índices bursátiles, una corrección brusca en los precios podría llegar a tener consecuencias preocupantes.

Como en anteriores IEF, los riesgos descritos anteriormente se tratan en mayor detalle a lo largo de este Informe buscando mostrar su interrelación e impacto en el sistema financiero, en particular en la actividad realizada por las entidades de depósito españolas, y su potencial repercusión en el riesgo de crédito asumido, su rentabilidad y posición de solvencia.

## 3 Análisis y política macroprudencial

El capítulo 3, como en anteriores IEF, describe la orientación de la política macroprudencial seguida por el Banco de España en los últimos meses. En particular, se presenta una actualización del mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas describiendo su evolución reciente, así como las decisiones de política macroprudencial tomadas en base al seguimiento de las variables e indicadores utilizados.

## 1.1 Mercados financieros

Hasta febrero continuó el tono favorable de los mercados financieros internacionales...

Desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) y hasta finales de enero, las condiciones en los mercados financieros globales mantuvieron el tono favorable que se había observado en los meses precedentes, en un contexto de abundante liquidez y de recuperación económica generalizada. Los índices bursátiles tendieron a revalorizarse e incluso llegaron a alcanzar máximos históricos en algunos casos, como Estados Unidos (gráfico 1.1.A), las volatilidades implícitas se mantuvieron en unos niveles muy reducidos y los diferenciales de crédito de la deuda de mayor riesgo, como los bonos corporativos de alto rendimiento y los de las economías emergentes, se estrecharon situándose en unos valores históricamente reducidos (gráfico 1.1.B). Los tipos de interés de la deuda pública de la mayor parte de los países desarrollados experimentaron ascensos, que se intensificaron desde comienzos de año, aunque se mantuvieron en cotas moderadas (gráfico 1.1.C). El dólar se depreció de forma generalizada frente al euro, el yen y la libra, así como frente a la mayoría de divisas de las economías emergentes. Este debilitamiento del dólar se habría visto apoyado en una ampliación del diferencial de crecimiento entre EEUU y el resto del mundo, en la existencia de «déficits gemelos» en esa economía —fiscal y por cuenta corriente— y se produjo pese a los buenos datos económicos de Estados Unidos, los mayores tipos de interés oficiales y los diferenciales que presentan frente a otras economías (gráfico 1.1.D).

...que se vio interrumpido transitoriamente con un fuerte repunte de la volatilidad de la bolsa de EE.UU. que se trasladó a las europeas

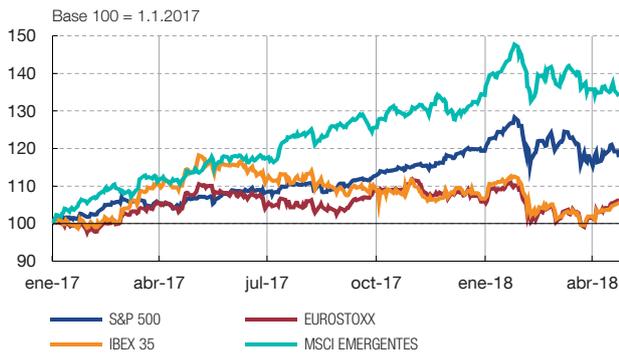
Tras este periodo prolongado de calma, a principios de febrero se produjo una brusca corrección de los precios negociados en las bolsas de EE.UU. que vino acompañada de un fuerte repunte del índice de volatilidades implícitas del S&P (VIX), registrándose el día 5 de ese mes su mayor incremento en un día desde el *crash* bursátil de 1987 (gráfico 1.1.E). El desencadenante de estos movimientos fue la publicación de unos datos de crecimiento de salarios en Estados Unidos mayores de lo esperado que hicieron temer a los inversores un mayor ritmo de subidas de los tipos de interés oficiales, en un contexto en el que había una preocupación creciente por las valoraciones elevadas del índice S&P 500, tras la importante revalorización acumulada en los últimos años, como reflejaban algunas métricas de valoración bursátiles (véase Recuadro 1.1). A la intensidad de estos movimientos habrían podido contribuir algunos factores técnicos ligados al mayor papel que desempeñan las estrategias de inversión pasiva, al creciente uso de plataformas electrónicas y, especialmente, a la operativa de los mercados de derivados sobre la volatilidad<sup>1</sup>. Estos mercados, aunque de tamaño reducido, favorecen la persistencia de la baja volatilidad en periodos tranquilos, mientras que ante un *shock* pueden amplificar los movimientos.

Las bolsas europeas se vieron contagiadas por esas turbulencias, dando paso a un fuerte repunte de la volatilidad y a una corrección de los precios (gráficos 1.1.A y 1.1.E). Este contagio se produjo a pesar de que, a diferencia de lo que ocurría en los mercados estadounidenses, en Europa no existía evidencia clara de una valoración excesiva de las cotizaciones, ya que ninguna métrica de las que generalmente se utilizan apuntaba en esa dirección (véase Recuadro 1.1).

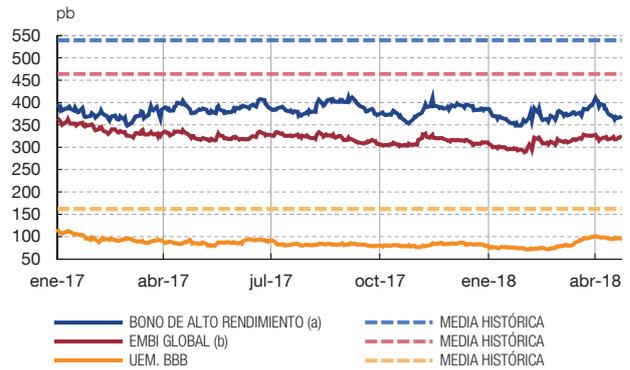
Tras este episodio, se moderaron progresivamente las volatilidades de los índices bursátiles aunque en el caso del VIX se mantuvo en niveles superiores a los valores que prevalecieron

<sup>1</sup> Para más detalles, véase el Recuadro 3 del Informe Trimestral de la Economía Española, Banco de España, marzo 2018.

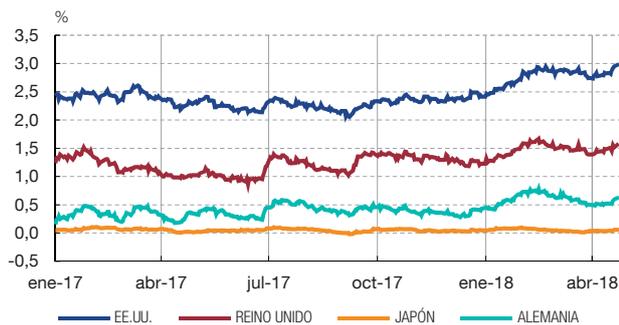
A ÍNDICES DE BOLSA



B DIFERENCIALES CORPORATIVOS



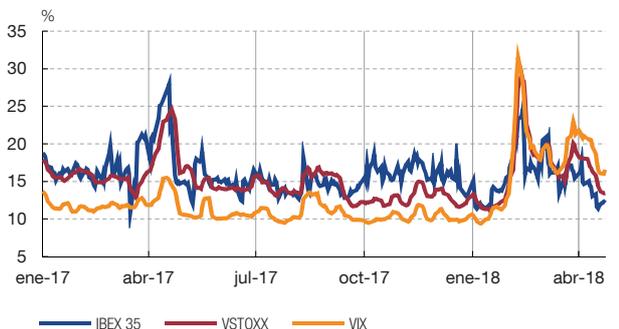
C TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



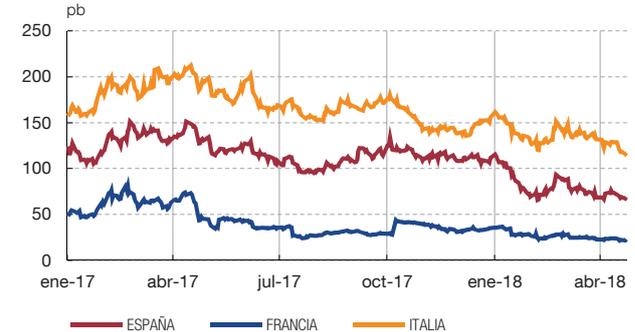
D TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (c)



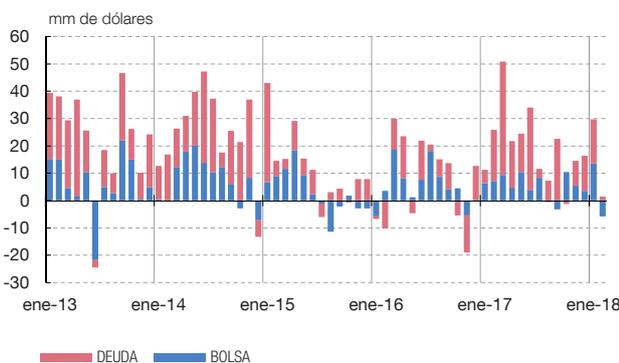
E VOLATILIDAD IMPLÍCITA (d)



F DIFERENCIALES DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A LA ALEMANA



G FLUJOS DE CAPITALES HACIA EMERGENTES



H PRIMAS DE LOS CDS BANCARIOS A 5 AÑOS



FUENTES: Datastream y IIF.

- a Diferencial del bono corporativo Merrill Lynch con calificación «B» frente al Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años.
- b El EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) Global es un índice elaborado por JP Morgan para medir el riesgo-país del conjunto de los países emergentes. Representa el diferencial del tipo de interés de la deuda soberana de los países emergentes en dólares con respecto al tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años.
- c Valores superiores a 100 indican depreciaciones del dólar respecto al 1 de enero de 2017.
- d Medias móviles de 5 días.

Es muy difícil valorar hasta qué punto los precios de un activo están desalineados con respecto al valor justificado por sus fundamentos económicos. Los indicadores utilizados tradicionalmente para este fin suelen comparar el precio de las acciones o índices de acciones con variables fundamentales tales como los beneficios o los dividendos de las empresas. Dos ejemplos de este tipo de métricas de valoración son la ratio precio-beneficio, o PER por sus siglas en inglés, y la ratio dividendo sobre el precio, también denominada rendimiento por dividendo. Dado que estas métricas tienden a revertir a sus medias históricas, se considera que una acción o índice muestran indicios de sobrevaloración si su PER se sitúa significativamente por encima de su media histórica o si su rendimiento por dividendo está por debajo de la suya.

Uno de los problemas de las dos métricas anteriores como indicadores de valoración es que utilizan información contemporánea de los beneficios y dividendos para su cálculo y, por tanto, su evolución está condicionada por el comportamiento cíclico de estas variables. Esta limitación es especialmente relevante en el caso del PER, pues la evolución de los beneficios presenta una mayor variabilidad a lo largo del ciclo económico que los dividendos. Por este motivo, Campbell y Shiller<sup>1</sup> propusieron el CAPE (acrónimo en inglés de *Cyclically Adjusted Price-to-Earnings*) que suaviza el PER estándar usando en el denominador la media de los beneficios ajustados por inflación de los últimos diez años, bajo el supuesto de que la duración de los ciclos económicos es de unos seis o siete años. El CAPE ofrece, por tanto, una visión, a priori, menos distorsionada de la sobrevaloración de un índice, ya que utiliza información de fases expansivas y recesivas en lugar de información corriente, como ocurre con las dos métricas anteriores. Ello es consistente con la idea de que los inversores no valoran las acciones únicamente a partir de los beneficios actuales de las empresas, sino que tienen en cuenta toda la corriente de beneficios futuros esperados. Concretamente, en los momentos bajos del ciclo económico los beneficios tenderán a ser reducidos en relación a su nivel promedio de largo plazo previsto, lo que hará que el PER sin ajustar por el ciclo se sitúe en cotas relativamente elevadas, generando señales incorrectas de sobrevaloración. Sin embargo, el CAPE tampoco está exento de ciertas limitaciones ya que, al igual que el PER y el rendimiento por dividendos, no tiene en cuenta el nivel de los tipos de interés, que tiene una influencia directa sobre la determinación de las cotizaciones bursátiles ya que forma parte del factor de descuento que utilizan los inversores para actualizar los dividendos futuros.

En este sentido, otra métrica adicional de valoración que tiene en cuenta los tipos de interés es la prima de riesgo bursátil implícita en los precios de las acciones. En concreto, la prima de riesgo se define como el exceso del rendimiento esperado del mercado de acciones sobre el del de bonos. Una desventaja de la prima de riesgo con respecto a las otras métricas mencionadas anteriormente es que no es directamente observable ni existe un método único para su cálculo. En este recuadro, este indicador se aproxima restando al rendimiento real esperado del índice de una determinada área económica, estimado mediante un modelo de

descuento de dividendos esperados<sup>2</sup>, la rentabilidad del bono a diez años indiciado a la inflación de esa área. De acuerdo con este indicador, una acción o índice mostrarían indicios de sobrevaloración si la prima de riesgo implícita se sitúa significativamente por debajo de su media histórica ya que podría señalar que la rentabilidad que exigen los inversores no compensa suficientemente el riesgo incurrido.

Los gráficos A, B y C de este recuadro resumen el comportamiento de las anteriores métricas de valoración calculadas para tres índices de acciones: S&P 500, Euro Stoxx 50 e Ibex 35. De acuerdo a estas medidas, los índices europeo y español no presentarían indicios claros de sobrevaloración. Sin embargo, el gráfico A muestra que el CAPE del índice de Estados Unidos se sitúa actualmente en niveles elevados y alejados de su media histórica, lo cual apunta a una posible sobrevaloración. Estos indicios de sobrevaloración no se aprecian, en cambio, en el caso del rendimiento por dividendo (véase gráfico B) o de la prima de riesgo (véase gráfico C), pues el valor actual en ambos casos se encuentra cercano a la media de su distribución. En todo caso, los resultados referidos a la prima de riesgo han de tomarse con especial cautela ya que, como se ha comentado, este indicador no es observable y en su estimación se han considerado distintos supuestos más o menos razonables, pero sujetos a un cierto margen de error.

En el gráfico D se presenta la evolución de la prima de riesgo estimada del índice S&P 500, el diferencial de la rentabilidad de los bonos de alto rendimiento de Estados Unidos y la rentabilidad del bono soberano a 10 años de dicho país. La comparación entre las dos primas de riesgo evidencia, en primer lugar, cómo estas se situaban antes de la crisis en niveles similares. Durante la crisis repuntaron, en línea con la mayor percepción de riesgos de los inversores y con su actitud más prudente frente a estos, pero el ascenso fue más marcado en el caso de los bonos corporativos. En el período más reciente, la prima de riesgo de los bonos corporativos se ha reducido de forma significativa, acercándose a los niveles previos a la crisis, mientras que la prima de las acciones se mantiene claramente por encima de sus correspondientes registros durante la etapa anterior a la crisis<sup>3</sup>. Esta evidencia apuntaría a que las estrategias de búsqueda de rentabilidad de

1 Véase Campbell, J. Y., y Shiller, R. J. (1998): "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook", *Journal of Portfolio Management*, 24, 11-26.

2 El modelo de descuento de dividendos utilizado asume que el crecimiento de los dividendos será igual al crecimiento de los beneficios estimado por los inversores durante los primeros años del horizonte temporal, asumiendo que los dividendos son una fracción fija de los beneficios. A partir de este horizonte, el crecimiento de los dividendos converge gradualmente a las expectativas de crecimiento de la economía en el largo plazo hasta igualarse a ellas. Las predicciones de crecimiento de los beneficios empresariales se han obtenido de las previsiones de los inversores proporcionadas por I/B/E/S (Institutional Broker's Estimate System), mientras que la previsión de crecimiento de la economía en el largo plazo proviene de Consensus Economics. Para más detalles, véase Recuadro 2.2 del *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco de España, mayo de 2016.

los inversores en el contexto de bajos tipos de interés han podido afectar al mercado de renta variable en menor medida que al de renta fija.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro ilustra la dificultad de extraer señales claras e inequívocas sobre la posible sobrevaloración de los activos de renta variable y la conveniencia de interpretar con cautela y combinar distintos indicadores ya que ninguno de ellos está exento de limitaciones. Por otra parte, los resultados presentados apuntan a que los indicios de sobrevaloración son menos evidentes en las bolsas europeas que en las de EE.UU. En todo caso, como se comenta en el texto principal

del informe, aun cuando las primas de riesgo bursátiles no parece que en la actualidad sean excesivamente reducidas, ello no significa que los precios de las acciones no sean susceptibles de verse afectados por cambios en las expectativas de los agentes que incidan bien sobre los tipos de interés o sobre los beneficios esperados de las empresas.

3 Otros trabajos recientes, como por ejemplo Duarte y Rosa (2015), también encuentran que el nivel actual de la prima de riesgo bursátil implícita es elevado en comparación con su media histórica. Para más detalles, véase Duarte, Fernando M., y Carlo Rosa. (2015): "The Equity Risk Premium: A Review of Models", Federal Reserve Bank of New York Staff Report 714.

Gráfico A  
PER AJUSTADO AL CICLO (a)

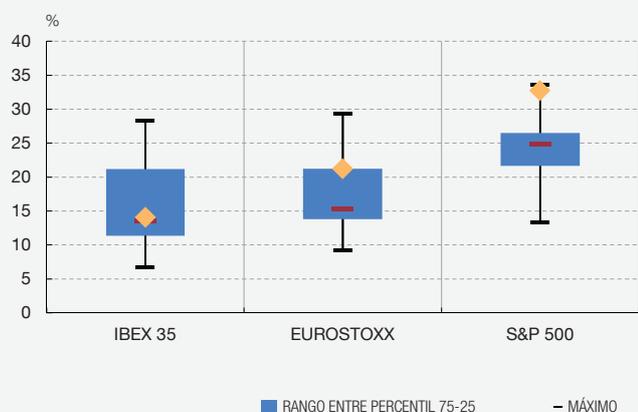


Gráfico B  
RENDIMIENTO POR DIVIDENDOS (b)

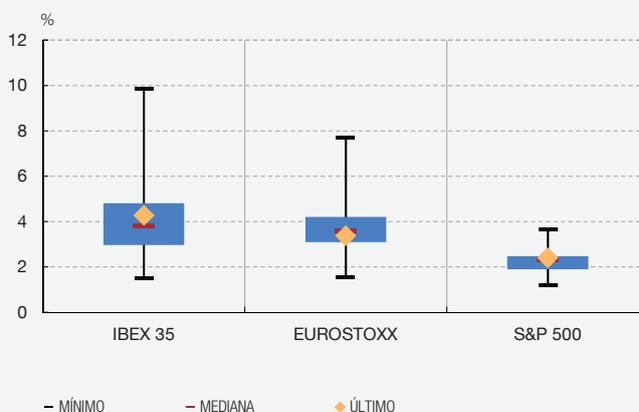


Gráfico C  
PRIMA DE RIESGO (c)

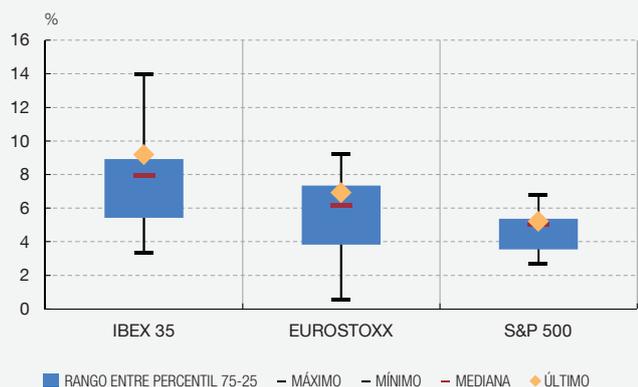


Gráfico D  
DIFERENCIALES CORPORATIVOS FRENTE A LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS Y PRIMA DE RIESGO. EEUU



FUENTE: Datastream.

- a Calculado como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de diez años de los beneficios. Los datos, diarios, comienzan en 2005.
- b Obtenido como el dividendo acumulado durante el último año por las empresas del índice sobre la capitalización de dicho índice. Los datos, mensuales, comienzan en 2000.
- c Calculada restando al rendimiento real de cada índice, obtenido mediante un modelo de descuento de dividendos esperados, el rendimiento del bono a diez años indexado a la inflación de su correspondiente área. Los datos, mensuales, comienzan en 2004.

en los meses precedentes. Dichos índices tendieron a elevarse progresivamente, aunque a principios de marzo se produjo otra corrección, tras el anuncio de elevación de aranceles en Estados Unidos. En marzo y abril las bolsas estuvieron muy influidas por los desarrollos relativos a este aumento del proteccionismo, así como por otros focos de tensión geopolítica. En la fecha de cierre de este informe, el índice S&P 500 se situaba algo por encima de los niveles de finales de octubre, mientras que los índices de las bolsas europeas presentaban pérdidas (del 4,4 % en el Euro Stoxx 50). En el caso de las bolsas españolas, tras haber presentado una evolución más desfavorable que las del promedio de la UEM durante los meses de septiembre y octubre, en gran parte como consecuencia de las tensiones políticas en Cataluña, mostraron desde finales de octubre una evolución similar, una vez que las tensiones en esta comunidad autónoma tendieron a remitir.

Las rentabilidades de los valores de renta fija a largo plazo aumentaron gradualmente en un contexto de mejora de las perspectivas económicas globales, descendiendo los diferenciales de rentabilidad de los principales bonos soberanos europeos

En los mercados de deuda pública, el episodio de volatilidad de las bolsas de febrero frenó la pauta de incrementos de las rentabilidades de los bonos de mayor calidad crediticia. Con todo, los aumentos acumulados desde el inicio de 2018 fueron notables, especialmente en Estados Unidos (57 pb hasta casi alcanzar el 3 %). Esta evolución se apoyó en unas mayores expectativas de inflación y en el mayor ritmo de subidas de tipos oficiales descontadas por los mercados para 2018, que ya coinciden con las del *Federal Open Market Committee* (FOMC), así como en la aprobación del programa fiscal expansivo del nuevo gobierno estadounidense que se analiza más adelante. En Reino Unido y Alemania los incrementos de las rentabilidades de la deuda a largo plazo fueron más moderados (20 pb en el caso del bono alemán, hasta el 0,63 %). El incremento de las rentabilidades de la deuda pública de mayor calidad crediticia y el distinto tono de las políticas monetarias se ha traducido en un comportamiento diferencial de las pendientes de las curvas de tipos de interés. Así, mientras que en EE.UU. se ha reducido la pendiente al estar ya avanzado el proceso de normalización monetaria, en el área del euro ha aumentado, de manera que se ha ido aproximando a los promedios históricos.

Esta evolución vino acompañada de un ligero descenso de las primas de riesgo de los principales bonos soberanos europeos (gráfico 1.1.F), lo que parece estar vinculado a la mejora percibida en la calidad crediticia de los emisores que también se ha reflejado en ascensos de las calificaciones crediticias, en concreto, para el caso español las revisiones que han tenido lugar han sido las siguientes: Fitch en enero llevó su calificación a A-, S&P en marzo también a A-, y en abril DRBS a A y Moody's a Baa1. De este modo, el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana española a 10 años frente a la referencia alemana se ha reducido hasta los 69 pb (42 pb por debajo de los niveles de finales de octubre), habiendo llegado a situarse durante el mes de enero en 66 pb, lo que representa el nivel más bajo desde abril de 2010. Por su parte, las primas medias de riesgo crediticio de los emisores privados experimentaron un ligero ascenso a ambos lados del Atlántico, que ha sido más acusado en el caso de las entidades financieras del área del euro, aunque ha revertido en gran medida posteriormente por lo que siguen situadas en niveles históricamente reducidos (gráfico 1.1.H).

El repunte de volatilidad de febrero tuvo un impacto limitado en los mercados de las economías emergentes

El repunte de volatilidad de las bolsas de los países desarrollados tuvo un efecto limitado en los mercados de las economías emergentes, que se habrían visto apoyados por la debilidad del dólar, el mayor precio de las materias primas, el robusto crecimiento de la actividad y la gradual reducción de sus vulnerabilidades externas, entre otros factores. Pese al repunte de volatilidad, se mantuvo el atractivo de las operaciones de *carry trade* que impulsaron la apreciación de las divisas y la compresión de los diferenciales soberanos. Las condiciones financieras favorables también se reflejaron en los mercados primarios, donde en enero se alcanzó un nuevo máximo mensual de emisiones, gracias a las colocaciones de soberanos, y se mantuvo un elevado ritmo de colocaciones en febrero y marzo, sin cambios relevantes en las condiciones de las mismas. En cambio, en febrero los flujos de capitales hacia las

economías emergentes mostraron una fuerte reducción, especialmente los de renta variable (gráfico 1.1.G), si bien es pronto para anticipar un posible cambio de tendencia.

Persisten riesgos de correcciones bruscas en los precios de los activos financieros asociados a cambios en las expectativas de los inversores

En definitiva, pese al repunte reciente de las volatilidades, las primas de riesgo de crédito, especialmente las de los valores de renta fija de mayor riesgo, así como las primas de plazo implícitas en las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública de alta calidad crediticia se mantienen en niveles históricamente reducidos, de acuerdo con las estimaciones disponibles. Esta evolución se habría visto favorecida por la búsqueda de rentabilidad de los inversores en un contexto de tipos de interés bajos a escala global. Por su parte, los índices de algunas bolsas internacionales, como en particular, las de EE.UU., se sitúan en niveles muy elevados en comparación con los beneficios de las empresas, si bien las primas de riesgo bursátil estimadas no parecen históricamente reducidas (véase Recuadro 1.1).

El episodio de corrección de las bolsas internacionales de febrero evidencia cómo, a pesar del reducido nivel de volatilidad que prevalecía en los mercados, en el contexto actual los precios de los activos son muy sensibles a los cambios en las expectativas de los agentes sobre la inflación y la actuación futura de los bancos centrales. En este sentido, una revisión al alza del ritmo esperado de aumento de los tipos de interés oficiales en EE.UU. o un cambio en las expectativas de reducción del balance de los bancos centrales, escenario que de momento parece poco probable dadas sus políticas de comunicación, podría desencadenar un incremento de las primas de plazo y de crédito a nivel global que precipitara caídas en el precio de los activos financieros, tanto los de renta fija, como indirectamente también los de renta variable a través del impacto positivo que tendría sobre el factor de descuento.

Los precios de los activos de renta fija con mayor riesgo y los de renta variable también podrían mostrar ajustes bruscos ante perturbaciones que incidan significativamente sobre las expectativas de crecimiento económico global, ya que estas podrían afectar tanto a la probabilidad de impago de la deuda como a los beneficios futuros esperados de las empresas. Entre los posibles desencadenantes ya están empezando a ser perceptibles en los indicadores más adelantados los efectos adversos de la incipiente escalada arancelaria, que podrían ser muy significativos si esto deriva en una guerra comercial a escala global. Por otro lado, también podrían materializarse algunos riesgos geopolíticos, si bien las negociaciones sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea están consiguiendo avances, habiéndose acordado ya un periodo de transición que facilitará significativamente el proceso.

Estos escenarios de ajuste de los precios cabría esperar que afectaran más a aquellos segmentos en los que los precios se han visto impulsados en mayor medida por el contexto de bajas rentabilidades, como es el caso de algunas compañías de baja calificación crediticia en Estados Unidos o algunas economías emergentes, en las que el endeudamiento empresarial ha aumentado significativamente, sobre todo con el exterior y en moneda extranjera.

Un eventual repunte intenso de las rentabilidades de la deuda pública y privada podría tener efectos más dañinos sobre la estabilidad financiera global que en el pasado, dado el aumento de la duración media de los activos de renta fija (que incrementa la sensibilidad del precio a cambios en los tipos de interés) y el elevado *stock* de deuda en las carteras de sus tenedores (en particular, los fondos de inversión, de pensiones, las compañías de seguros y, en menor medida, los bancos).

Por otra parte, un posible ajuste brusco de los precios de los activos de renta fija o variable podría traducirse en un tensionamiento de las condiciones de financiación de los distintos agentes de las economías así como en una pérdida de confianza de estos, que junto

con los efectos riqueza podrían tener efectos negativos sobre sus decisiones de gasto y, por tanto, sobre las perspectivas de crecimiento, elevando por esta vía el riesgo de crédito.

## 1.2 Entorno macroeconómico

### 1.2.1 EL ENTORNO MACROECONÓMICO EXTERIOR AL ÁREA DEL EURO

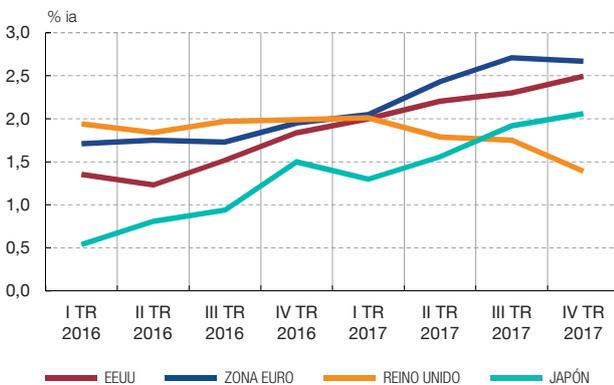
Evolución reciente de la economía mundial y perspectivas futuras....

La actividad económica global se fortaleció en la segunda mitad de 2017 y los primeros meses de 2018, apoyada en la recuperación de las economías avanzadas, con un repunte de la inversión que favoreció el avance del comercio mundial, el crecimiento sostenido de China, India y Europa del Este y la salida de la recesión de otras economías emergentes, como Brasil, Argentina o Rusia. Las previsiones para 2018 se han revisado al alza, por el mayor dinamismo actual y, en el caso de Estados Unidos, por el impacto de las medidas fiscales expansivas aprobadas en los últimos meses (gráfico 1.2). Las tasas de inflación siguieron siendo moderadas, en especial las tasas subyacentes, y las políticas monetarias continuaron avanzando en el proceso de normalización, aunque a distintos ritmos. Así, la Reserva Federal estadounidense volvió a incrementar el tipo de interés oficial en 25 pb en marzo, al rango 1,50-1,75 %, y el Banco de Inglaterra lo elevó en la misma cuantía en noviembre, al 0,5 %, mientras que el Banco de Japón mantuvo las medidas expansivas. Las condiciones financieras se mantuvieron favorables, pese al fuerte repunte de la volatilidad de febrero. Si bien los riesgos para la actividad económica global a corto plazo están sesgados al alza, entre los riesgos a la baja destacan los derivados del cambio en la orientación de las políticas económicas en Estados Unidos, con una política fiscal expansiva y procíclica que puede contribuir a una política monetaria más restrictiva, con potenciales repercusiones negativas para otras economías y para los mercados financieros, así como la implantación de medidas proteccionistas por parte del gobierno estadounidense, que pueden deteriorar la actividad y el comercio mundial.

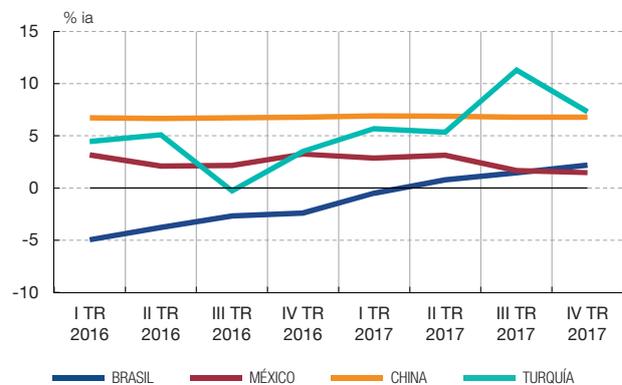
## PIB Y PREVISIONES

GRÁFICO 1.2

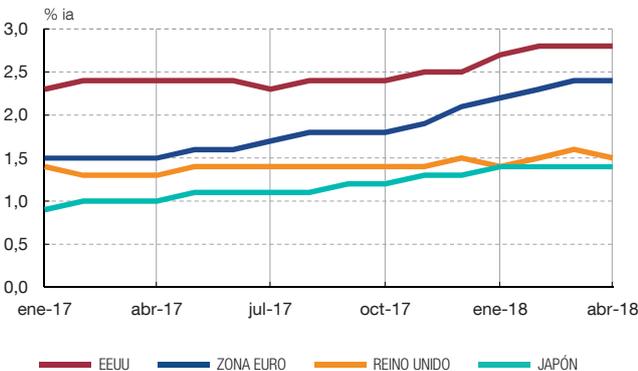
A VARIACIÓN DEL PIB EN ECONOMÍAS AVANZADAS



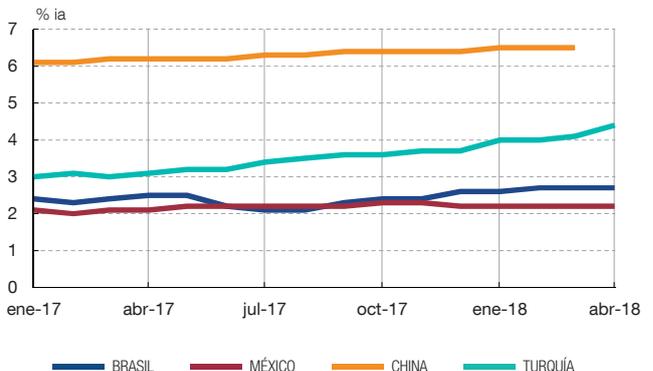
B VARIACIÓN DEL PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES



C EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE LA VARIACIÓN DEL PIB PARA 2018 EN ECONOMÍAS AVANZADAS



D EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE LA VARIACIÓN DEL PIB PARA 2018 EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Datastream y Consensus.

...con riesgos derivados del cambio en la combinación de políticas económicas en Estados Unidos...

La política fiscal en Estados Unidos ha adoptado un tono expansivo en los últimos meses con la aprobación de una reforma impositiva a finales de diciembre y un acuerdo para elevar el gasto público en 2018 y 2019 en febrero en un momento en el cual la brecha de producción ya es positiva (véase gráfico 1.3.A). A corto plazo el impacto de esas medidas será positivo para la actividad económica, ya que, de acuerdo con las estimaciones disponibles, podría elevar el nivel de PIB de Estados Unidos entre 1-1,5 pp en los próximos dos años, con efectos favorables en otras áreas a través del canal comercial (véase gráfico 1.3.B). Sin embargo, las repercusiones finales dependerán de la respuesta de la política monetaria y la reacción de los mercados financieros. Así, cabe esperar que el estímulo fiscal produzca un aumento de la inflación por encima de las previsiones actuales (véase gráfico 1.3.C), lo que implicaría un repunte de los tipos de interés oficiales más intenso que el previsto actualmente por la Reserva Federal estadounidense y por los mercados financieros. Ese mayor endurecimiento podría coincidir con una corrección de las primas a plazo de los tipos de interés a largo plazo, una apreciación del dólar y unas condiciones financieras globales más restrictivas, que reducirían el impacto favorable sobre la actividad económica en Estados Unidos y en otras áreas. Además, la expansión fiscal en Estados Unidos agravará los desequilibrios fiscales y externos de la economía americana (véase gráfico 1.3.D), lo que apoyaría la tendencia a la depreciación del dólar que se viene produciendo desde principios de 2017, dificultando la gestión de la política monetaria en algunas economías (como el área del euro o China). Por último, las posibles limitaciones a los flujos comerciales derivadas de las medidas proteccionistas en Estados Unidos (en enero se impusieron aranceles a las importaciones de paneles solares y lavadoras, en marzo a las de acero y aluminio, anunciándose también subidas arancelarias a una gama de productos importados de China, que han sido respondidas por este país) están empezando a dejarse notar desfavorablemente en los indicadores más adelantados, pudiendo dañar las perspectivas de crecimiento mundial a medio y largo plazo, si esto deriva en una guerra comercial global.

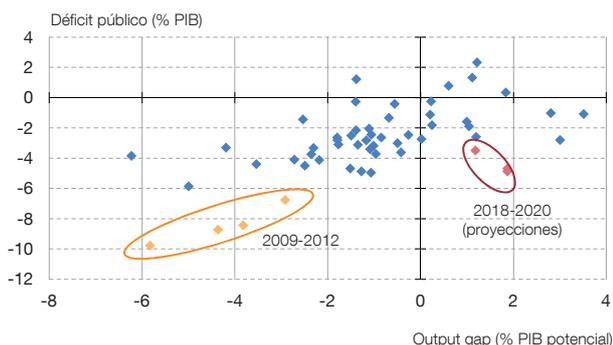
...que pueden afectar negativamente a algunas economías emergentes...

La actividad en México durante la segunda mitad de 2017 tuvo un comportamiento muy diferenciado en los dos trimestres. En el tercero se contrajo por los terremotos de septiembre y la caída de la producción de petróleo, mientras que en el cuarto la economía creció ante el buen desempeño del consumo privado y las exportaciones. Respecto a la inflación, el fin del efecto base provocado por la retirada de algunos subsidios a la energía en enero de 2017 provocó su descenso en 2018. Además, el banco central aumentó en dos ocasiones el tipo de interés oficial ante *shocks* inesperados en la segunda mitad de 2017. Entre los riesgos al alza de la inflación, destaca una depreciación del peso en respuesta a una evolución desfavorable del proceso de negociación del NAFTA, ante movimientos adversos de los mercados por la política monetaria en Estados Unidos o por la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales de julio.

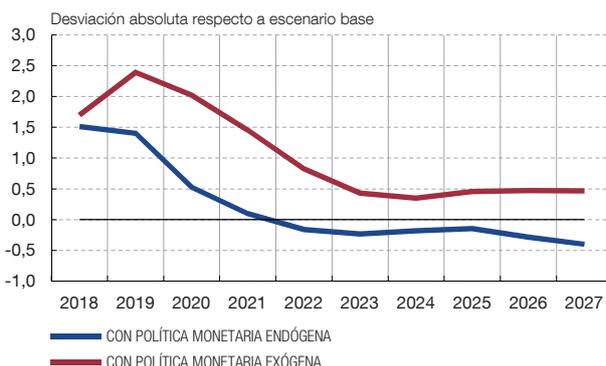
Brasil continúa en una senda de recuperación muy gradual de la recesión más profunda de su historia. No obstante, la inversión aumentó en el segundo semestre tras una caída del 30 % en la reciente recesión. Por el contrario, las exportaciones netas y el consumo privado evolucionaron peor de lo esperado, pese a la fuerte caída de la inflación que favoreció la recuperación de la renta disponible de los hogares. Este descenso de la inflación ha permitido al banco central reducir adicionalmente el tipo de interés oficial. En el lado de la consolidación fiscal, el gobierno suspendió la tramitación de la reforma de las pensiones y su aprobación parece difícil antes de las próximas elecciones presidenciales de octubre de 2018. De hecho, en los últimos meses dos agencias de calificación han reducido el rating soberano de la deuda pública exterior brasileña.

En China, el crecimiento en 2017 fue del 6,9 % por la mayor contribución de las exportaciones netas. La inflación se mantuvo moderada y el banco central elevó los tipos de

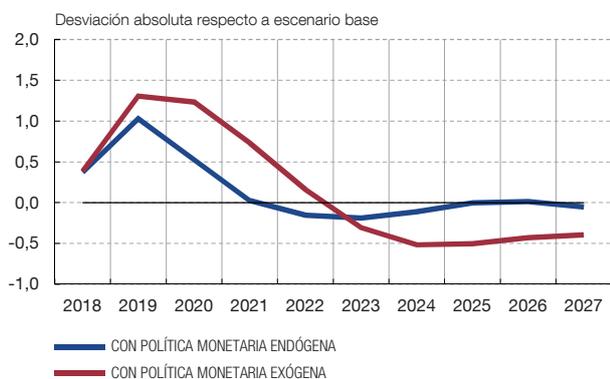
A RELACIÓN OUTPUT GAP Y DÉFICIT PÚBLICO (1967-2020)



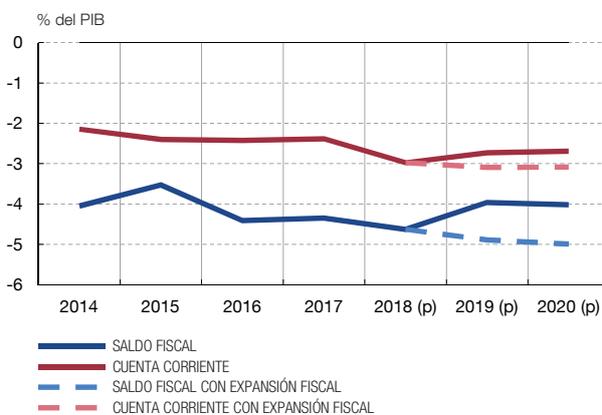
B EE.UU. PREVISIÓN PIB (a)



C EE.UU. PREVISIÓN INFLACIÓN (a)



D SALDO FISCAL Y POR CUENTA CORRIENTE (a)



FUENTES: Datastream, Consensus Forecast, Congressional Budget Office, FMI (World Economic Outlook), World Bank, cálculos propios con modelo NiGEM, Federal Reserve Bank of St.Louis.

a El escenario base de los ejercicios de simulación que aparecen en los gráficos supone que no hay impulso fiscal y que los tipos de interés de corto plazo evolucionan de acuerdo con las proyecciones del FOMC antes de conocerse los planes fiscales de la administración de EE.UU. En el escenario etiquetado como «política monetaria exógena» se incorpora el impulso fiscal, pero se mantienen inalterados los tipos de interés de corto y largo plazo. En el escenario etiquetado como «política monetaria endógena» los tipos de interés de corto plazo reaccionan de acuerdo con una regla de Taylor y la prima por plazo de los tipos a largo aumenta hasta su promedio de los últimos diez años.

interés oficiales. La reciente apreciación del renminbi llevó a eliminar el «factor contracíclico» que se utilizaba para fijar el tipo de cambio de referencia. Se celebraron diversos Congresos de las autoridades chinas donde se incidió en la necesidad de anteponer la calidad del crecimiento económico a su velocidad. También se aprobaron nuevas regulaciones para reducir los agujeros regulatorios, disminuir los riesgos de la «banca en la sombra» e incentivar el manejo prudente de la deuda.

La evolución económica de Turquía fue muy favorable, gracias a las medidas de estímulo fiscal y crediticias introducidas por el gobierno a finales de 2016, a la mejoría de la confianza y al entorno exterior favorable. Pese a ello, la economía turca mantiene algunos desequilibrios y vulnerabilidades significativos, como el importante déficit exterior o la elevada tasa de inflación, superior al 10 %, que la política monetaria heterodoxa (con aumentos del tipo de interés de los préstamos de último recurso) no logra reducir.

...en función, entre otros factores, de la evolución del dólar

En un contexto de abultadas emisiones de títulos de deuda en moneda extranjera por parte de los países emergentes, en máximos como consecuencia de los bajos tipos de interés y de la depreciación del dólar, es relevante plantearse los posibles efectos de los movimientos del dólar sobre las economías emergentes.

Por un lado, subidas de tipos de interés oficiales en Estados Unidos mayores a las descontadas por los mercados, podrían generar presiones apreciatorias sobre el dólar y una depreciación de las monedas de las economías emergentes que supondría un riesgo para los agentes endeudados en moneda extranjera (mayoritariamente en dólares). No obstante, una parte de los ingresos se producen en moneda extranjera y además podrían existir coberturas sobre el tipo de cambio, por lo que las posiciones no cubiertas podrían ser menos preocupantes. Finalmente, es crucial considerar las reservas de estas economías para enfrentar ese tipo de *shocks*, destacando su bajo nivel como proporción del PIB en Turquía y, especialmente, en Argentina.

En sentido contrario, el aumento proyectado en los déficits públicos y por cuenta corriente de Estados Unidos en los próximos años ha contribuido a la reciente depreciación del dólar. De proseguir este debilitamiento, además de incentivar el endeudamiento en esa moneda por parte de las economías emergentes, lo que podría aumentar los riesgos futuros una vez que la tendencia se revierta, la economía emergente más afectada sería China. En concreto, la apreciación del renminbi conduciría a una menor inflación, un empeoramiento de su balanza comercial y un menor crecimiento, por lo que se tendría que aumentar de nuevo la deuda para alcanzar los objetivos de crecimiento e incentivaría flujos de capitales procedentes del exterior hacia China. Las autoridades de este país afrontarían serias dificultades para manejar sus políticas económicas ya que no podrían tener al mismo tiempo una cuenta de capital abierta, una política monetaria independiente y un tipo de cambio ligado a la evolución del dólar. Las reacciones de política económica en China podrían incluir intervenciones en los mercados cambiarios que lleven al aumento de las reservas internacionales, disminución de los controles de salida de capitales y/o relajación de la política monetaria que iría en sentido contrario del objetivo de reducir el nivel de endeudamiento de la economía. En este contexto, una potencial guerra comercial con EE.UU., cuando la dependencia de China de las ventas al exterior es elevada, no haría sino agravar las dificultades.

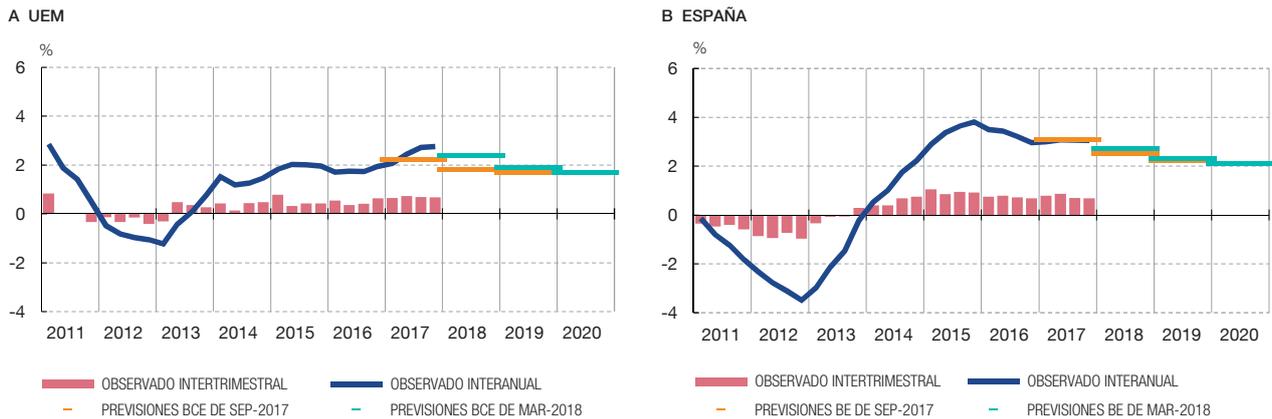
#### 1.2.2 EL ENTORNO MACROECONÓMICO EN LA UEM

Se mantiene un escenario  
de crecimiento sólido  
y generalizado en la UEM...

En la UEM ha continuado el proceso de crecimiento generalizado, alcanzándose en 2017 una tasa de incremento del PIB del 2,5 %, cifra que se sitúa por encima de las previsiones de septiembre (gráfico 1.4.A). Esta pauta favorable se ha visto impulsada por la política monetaria acomodaticia del Banco Central Europeo (BCE), las condiciones de financiación favorables que la han acompañado, por las mejoras en los mercados de trabajo y, de manera creciente, por el fortalecimiento del comercio exterior. En línea con esta evolución, el BCE revisó en marzo sus previsiones de crecimiento al alza para 2018 y 2019, que se situaron en el 2,4 % y 1,9 %, respectivamente, mientras que la primera previsión para 2020 es del 1,7 %. La información más reciente apunta a una desaceleración del ritmo de expansión de la actividad económica en los primeros meses del año influida por fenómenos de carácter transitorio. No obstante, todavía es prematuro descartar la incidencia de otros factores como la apreciación pasada del tipo de cambio o los episodios de corrección en los mercados bursátiles que, junto con el incremento de los tipos de interés, han provocado cierto endurecimiento del índice de condiciones financieras.

...con unas tasas de inflación  
que siguen por debajo  
del objetivo del BCE

A pesar del panorama más favorable de la actividad económica, persiste un escenario de inflación baja, en un contexto de moderación salarial. Según las estimaciones del BCE, las tasas interanuales del IAPC, tras un ligero incremento a partir de marzo, se situarían en torno al 1,5 % durante el resto del año. Si se excluyen los componentes menos estables (energía y alimentos no elaborados), la tasa se situaría alrededor del 1,3 % en los próximos meses. Los cambios en los supuestos externos se han reflejado en una revisión a la baja de una décima de las previsiones de inflación del BCE para los años 2019 y 2020, situán-



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

dose en el 1,4 y 1,7% respectivamente. Las expectativas de inflación implícitas en los activos negociados en mercados apenas han experimentado cambios, manteniéndose una senda lenta de convergencia a la referencia del 2%.

El Eurosistema seguirá manteniendo su política monetaria expansiva

En su reunión del 8 de marzo de 2018, el Consejo de Gobierno del BCE comunicó que seguirá manteniendo el tono expansivo de la política monetaria, manteniendo sin variaciones los niveles de sus tipos de interés oficiales durante un período de tiempo prolongado, que superará con creces el horizonte temporal de sus compras netas de activos. En cuanto a estas últimas, se prevé que continuarán en un nivel de 30 mm de euros mensuales hasta finales de septiembre de 2018. Asimismo, el principal de los valores adquiridos en este programa que vaya venciendo se reinvertirá durante el tiempo que se considere necesario, con el objetivo de que las condiciones de liquidez y la orientación de la política monetaria continúen siendo las adecuadas.

Este favorable escenario macroeconómico ha reducido algo el nivel de riesgo para la UEM, aunque persisten riesgos tanto financieros como macroeconómicos

La evolución económica favorable y las buenas perspectivas a medio y largo plazo han reducido algunos riesgos para la estabilidad financiera. No obstante, siguen existiendo riesgos que pueden comprometer esta evolución, en especial los relacionados con factores de carácter global, como el aumento del proteccionismo, o un repunte abrupto de las primas de riesgo a nivel internacional, lo que podría volver a suscitar dudas sobre el crecimiento económico, y con ello, sobre la sostenibilidad de los pasivos de algunos sectores y agentes que aún mantienen unos niveles de deuda elevados.

1.2.3 EL ENTORNO MACROFINANCIERO EN ESPAÑA

El PIB español siguió creciendo a un ritmo elevado y se prevé que continúe haciéndolo en los próximos trimestres, si bien con una ligera desaceleración

La economía española ha mantenido durante los últimos meses la senda expansiva que se inició hace cuatro años, registrando tasas de crecimiento por encima de las de las principales economías de la UEM. De acuerdo con las estimaciones disponibles, el PIB habría registrado un incremento en el primer trimestre de 2018 del 0,7% (3% interanual), igual al registrado durante los últimos tres meses del pasado ejercicio. Las últimas proyecciones del Banco de España, de marzo de 2018, prevén que continúe la pauta expansiva en los próximos años, aunque a un ritmo algo menor, con unas tasas interanuales para 2018 y 2019 superiores en 0,2 y 0,1 pp, a las que se estimaban en septiembre, situándose en el 2,7% y el 2,3% respectivamente, siendo la previsión para 2020 del 2,1% (véase gráfico 1.4.B). Las revisiones al alza se apoyan en la corrección de los desequilibrios de la economía, la continuada firmeza de la actividad y el comercio mundiales, las condiciones propicias de financiación, con un tono de la política fiscal más expansivo, y en la disminución observada en el grado de incertidumbre desde diciembre.

La evolución de la tasa de inflación seguirá muy influenciada por el precio del petróleo

La tasa de variación interanual del IPC español cayó desde el 1,8 % de septiembre de 2017 hasta el 1,3 % en marzo de 2018 (último dato disponible), como consecuencia, principalmente, de las reducciones en los precios de la energía. La evolución prevista en los próximos meses seguirá estando muy marcada por el componente energético y se prevé que, a partir de mayo de 2018, las tasas de inflación, tanto del IPC como del IPSEBENE, comiencen a registrar una senda ascendente, aunque con unos niveles ligeramente por debajo de los estimados en las previsiones de diciembre.

El paro ha continuado descendiendo

Por su parte, los indicadores disponibles del mercado de trabajo en los primeros meses de 2018 reflejan un dinamismo del empleo similar al del trimestre anterior, con una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,8 %, según los registros de afiliados de la Seguridad Social, lo que ha permitido que el ritmo de descenso del paro registrado se mantuviera en el primer trimestre en el 1,9 %. La tasa de paro, de acuerdo con la EPA, se situó en el 16,5 %, en diciembre de 2017. Además, la aceleración de la contratación fue mayor en los contratos indefinidos, con lo que su peso sobre el total aumentó en casi un punto sobre el mismo periodo del año anterior hasta alcanzar el 10,9 %.

El mercado de la vivienda ha continuado con la pauta de recuperación en precios y cantidades

La continuidad de la mejora económica y las favorables condiciones de financiación siguieron impulsando la demanda en el mercado de vivienda, con tasas de crecimiento del número de compraventas que seguían por encima de los dos dígitos en el segundo semestre de 2017. La oferta de nuevas viviendas en los últimos doce meses terminados en diciembre de 2017 se situó en 81.000, casi un 10 % por encima de la cifra de julio pasado, aunque aún muy por debajo de los niveles alcanzados antes de la crisis. Los precios se elevaron en un 7,2 % en el cuarto trimestre del año frente al mismo periodo del año anterior, por encima del 5,6 % registrado seis meses atrás, lo que sitúa su nivel medio todavía un 26 % por debajo de los máximos alcanzados en 2007, pero con un incremento del 19 % sobre los niveles mínimos de 2014 (gráfico 1.5.A).

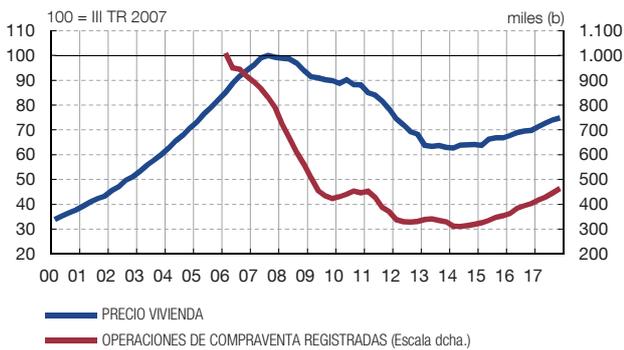
Los hogares y las sociedades no financieras siguieron mejorando su posición patrimonial...

Este entorno macroeconómico favorable contribuyó a una continuación de la mejora de la posición patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras españolas, así como de la rentabilidad de estas últimas. En un contexto de mantenimiento de unas condiciones de financiación muy holgadas, las nuevas operaciones de crédito a hogares y sociedades no financieras han seguido creciendo a buen ritmo, lo que ha contribuido a moderar la contracción del saldo vivo de los préstamos a esos sectores. Esa evolución, junto a la continuación del proceso de incremento de sus rentas en un entorno de avance de la actividad económica (gráficos 1.5.C y 1.5.D), ha propiciado nuevas caídas en las ratios de endeudamiento y, en menor medida, de la carga financiera de los hogares y las sociedades no financieras. La riqueza neta de los hogares siguió recuperándose, impulsada en gran medida por el aumento del precio de la vivienda (gráfico 1.5.B). Por otra parte, según la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), en 2017 se produjo un ligero incremento de las ratios de rentabilidad sobre activos y recursos propios de las sociedades de esta muestra, situándose en el 5,9 % y 8,6 % respectivamente, 1 y 4 décimas por encima de los valores de 2016.

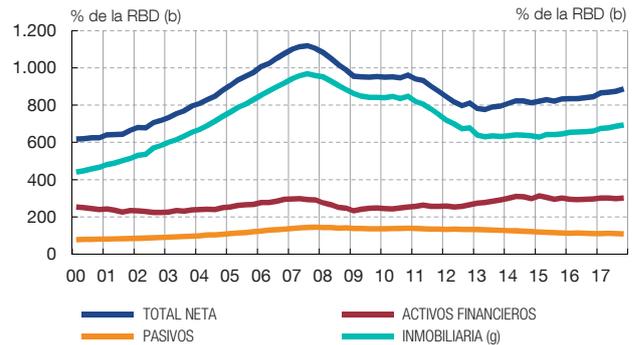
...y también ha mejorado la situación financiera de las AAPP y del conjunto de la economía, aunque los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados

En el caso de las AAPP, ha continuado el proceso de reducción del déficit presupuestario en porcentaje del PIB (gráfico 1.5.E) hasta situarse en el 3,1 % en diciembre de 2017, cumpliendo así con el objetivo de déficit fijado para ese año por el Consejo de la UE de 8 de Agosto de 2016 en el marco del «componente correctivo» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), lo que ha propiciado que la ratio de deuda pública sobre PIB siguiera reduciéndose hasta el 98,3 %. No obstante, ese nivel sigue siendo muy elevado, por lo que deberían continuar los esfuerzos para avanzar en la consolidación presupuestaria. Este elevado endeudamiento del sector público se traduce en que la posición neta de la economía española siga siendo notablemente

A MERCADO DE LA VIVIENDA



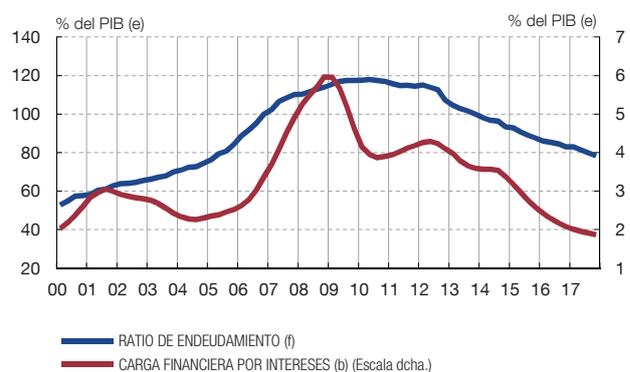
B RIQUEZA DE LOS HOGARES (a)



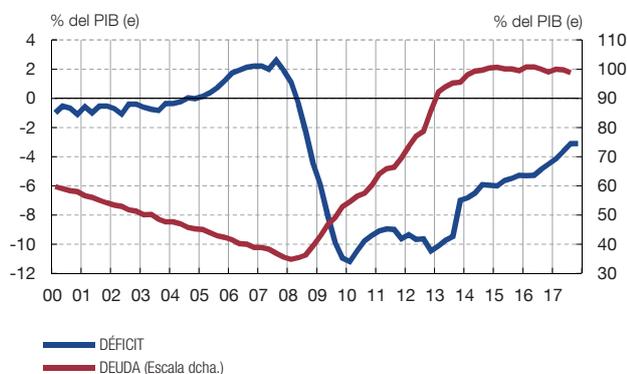
C RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. HOGARES (a)



D RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



E AAPP



F SECTOR EXTERIOR



FUENTES: Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El último dato de cada serie es una estimación.
- b Datos acumulados de cuatro trimestres.
- c Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- e La serie del PIB está ajustada de estacionalidad. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- f Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- g Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

deudora, aunque el mantenimiento de los superávits de la balanza por cuenta corriente y de capital, que se han venido situando en niveles en torno a un 2 % del PIB desde mediados de 2013, se han reflejado en un descenso de la posición deudora neta hasta el 80,8 % del PIB en diciembre de 2017 (gráfico 1.5.F). Por su parte, la deuda externa bruta en relación al PIB se redujo hasta situarse en el 164,8 %, su nivel más bajo en más de 3 años.

Se consolida el crecimiento de la actividad económica, aunque los elevados niveles de endeudamiento público y exterior son un elemento de vulnerabilidad

Desde la publicación del último IEF en noviembre de 2017, la situación de los sectores no financieros de la economía española ha continuado mejorando, favorecida por el crecimiento de la actividad y el empleo. También ha proseguido la reducción de los desequilibrios acumulados durante la crisis. No obstante, persisten aún elevados niveles de endeudamiento en las AAPP y el conjunto de la economía frente al exterior que hacen que la economía española siga teniendo elementos de fragilidad que la hacen vulnerable a evoluciones futuras negativas de la actividad o de las condiciones de financiación.

En el contexto actual, los principales riesgos macroeconómicos para España siguen estando en el entorno internacional. En particular, entre los riesgos se encuentran los asociados a un eventual recrudescimiento de las políticas proteccionistas que desencadenara una guerra comercial, a tensiones geopolíticas o a correcciones abruptas en los precios negociados en los mercados financieros mundiales que podrían provocar un endurecimiento de las condiciones de financiación con efectos potencialmente negativos sobre aquellos países con elevados niveles de endeudamiento como España. Por último, aunque las tensiones en torno a la situación política en Cataluña se han reducido desde diciembre, un eventual aumento de la incertidumbre podría tener repercusiones sobre las condiciones de financiación en los mercados de capitales y sobre el conjunto de la economía española.

2.1 Evolución de los riesgos bancarios

2.1.1 RIESGO DE CRÉDITO

La actividad en España se redujo en 2017 un 3,8 %, mientras que en el exterior los activos financieros consolidados se incrementaron un 1 %

La actividad en el exterior se concentra principalmente en Europa (especialmente en Reino Unido), Latinoamérica (Brasil y México), y EE.UU. ...

...y se dirige principalmente a la financiación de hogares y sociedades no financieras

Exposición Internacional

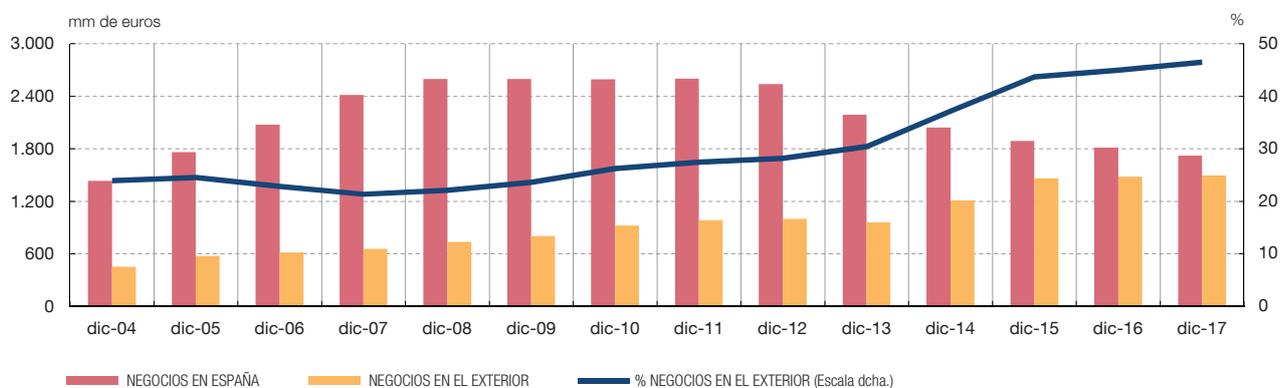
El activo consolidado de las entidades de depósito españolas experimentó en 2017 una disminución del 1,7 % en tasa interanual, hasta situarse en 3.539 mm de euros (véase Anejo 1). Esta reducción del activo total es resultado del descenso de la actividad en España, cuyos activos financieros se redujeron un 3,8 % en 2017 en tasa interanual. Por el contrario, en el exterior, el volumen de activos financieros se incrementó ligeramente (1 %) respecto al año anterior (véase gráfico 2.1).

La presencia de las entidades españolas en el exterior se concentra principalmente en Europa (57 %, donde destaca particularmente Reino Unido, país que representa el 29,2 % de los préstamos en el exterior), Latinoamérica (25,9 %, donde destacan Brasil y México con el 8,6 % y el 8 % de los préstamos en el exterior, respectivamente) y EE.UU., que representa el 14,3 % de los préstamos en el exterior. El gráfico 2.2.A muestra la evolución de la distribución geográfica de los préstamos entre 2014 y 2017. Destaca el incremento en el porcentaje de los préstamos a Europa (sin Reino Unido), que ha pasado del 19,8 % en diciembre de 2014 al 27,6 % en diciembre de 2017. También es relevante la disminución en el porcentaje de préstamos en Latinoamérica, en 6,8 pp hasta situarse en diciembre de 2017 en el 25,9 % (frente al 32,7 % en diciembre de 2014).

La actividad en aquellas áreas geográficas con mayor presencia de las entidades españolas en el exterior se destina mayoritariamente a financiar a hogares y sociedades no financieras. En Reino Unido, destaca el predominio de la financiación a hogares (que alcanza el 67 % del total de préstamos), mientras que en el resto de Europa, Latinoamérica y EE.UU. la financiación a hogares y sociedades no financieras es más equilibrada. Asimismo, en Reino Unido la financiación a hogares se destina principalmente a la adquisición de vivienda, a diferencia de lo que sucede en el resto de Europa, Latinoamérica

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. ACTIVOS FINANCIEROS (a)  
Entidades de depósito

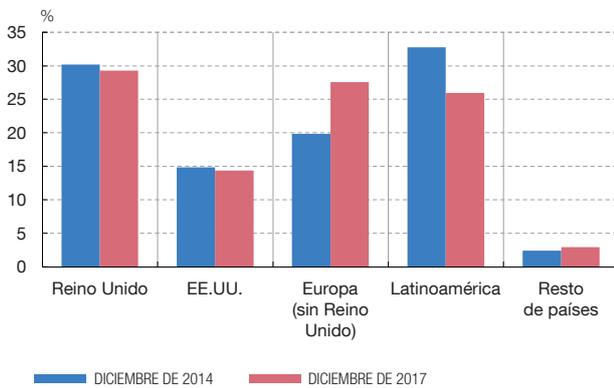
GRÁFICO 2.1



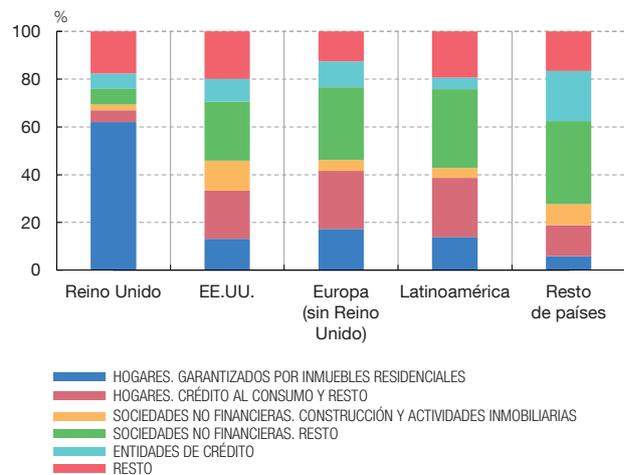
FUENTE: Banco de España.

a El total de activos financieros, que representa más del 90 % del activo total, incluye préstamos, valores representativos de deuda, derivados e instrumentos de patrimonio, y sobre esta magnitud se realiza la distribución entre negocios en España y en el exterior.

A EVOLUCIÓN DE LA DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS  
Diciembre 2014 y Diciembre 2017



B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS POR CONTRAPARTE  
Diciembre 2017



FUENTE: Banco de España.

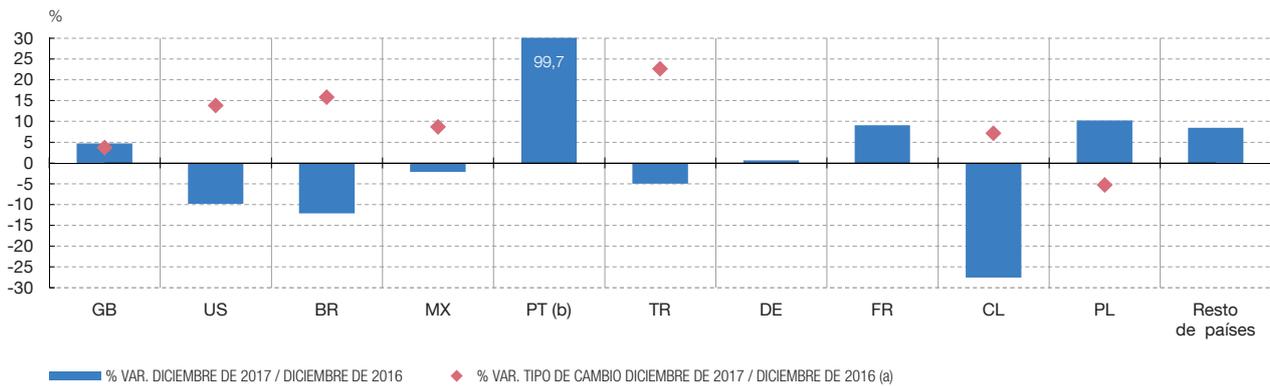
y EE.UU., donde el crédito al consumo es más relevante que el crédito hipotecario (véase gráfico 2.2.B).

La evolución de la actividad en el exterior se ha visto influida durante 2017 por la apreciación generalizada del euro frente a las divisas de los países en los que operan las entidades de depósito españolas, especialmente Turquía, Brasil y EE.UU.

El gráfico 2.3 muestra las tasas de variación de los préstamos en los principales países en los que las entidades de depósito españolas desarrollan su actividad exterior, junto con la evolución del tipo de cambio de sus respectivas divisas. Durante 2017, el euro experimentó una apreciación generalizada respecto al resto de las divisas, especialmente frente a la lira turca (22,6%), el real brasileño (15,8%) y el dólar estadounidense (13,8%), y en menor medida frente a la libra esterlina (3,6%). Por el contrario, el euro se depreció respecto al zloty polaco (-5,3%). De esta forma, la apreciación del euro frente a las citadas divisas contribuye a explicar la reducción en el volumen de préstamos en Brasil (-12,1%) y EE.UU. (-9,8%). En Turquía, el volumen de préstamos solo cayó un 5%, a pesar de la mencionada fuerte depreciación de la lira turca frente al euro. En Chile, el volumen de préstamos se redujo un 27,6%, a pesar de que el euro únicamente se apreció un 7,2% frente al peso chileno, si bien en este caso la fuerte reducción en el volumen de préstamos vino motivada por la venta por parte de una entidad española de su filial en Chile. En sentido opuesto, en Portugal destaca el fuerte incremento del volumen de préstamos, que prácticamente se duplicó respecto al año anterior a consecuencia, principalmente, de la integración de un banco portugués en una entidad española. En Reino Unido el volumen de préstamos creció un 4,6% a pesar de la depreciación de la libra esterlina.

A pesar de la diferente evolución en 2017 de las exposiciones de las entidades de depósito españolas en los distintos países en los que están presentes, la exposición internacional agregada, como se ha comentado anteriormente, aumentó ligeramente a lo largo del año (1%), si bien en un contexto de apreciación del euro frente a las principales monedas.

Finalmente, cabe destacar que las entidades de depósito españolas operan en el exterior a través de filiales y bajo criterios de autonomía financiera. En este sentido, las actividades en el exterior se llevan a cabo mayoritariamente en la moneda local del país, con alguna excepción (en concreto, en diciembre de 2017, el porcentaje del negocio denominado en lira turca suponía un 50% de los activos financieros en Turquía).



FUENTE: Banco de España.

- a Un valor positivo (negativo) de la tasa de variación indica una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa.
- b En Portugal la tasa de variación interanual de los préstamos fue del 99,7 % debido a la integración de un banco portugués en una entidad española.

### Activos dudosos totales

Los activos dudosos totales consolidados de las entidades de depósito españolas se redujeron de forma significativa en 2017, con una tasa interanual de caída del 21 %...

El volumen de activos dudosos totales a nivel consolidado de las entidades de depósito españolas experimentó en 2017 una significativa reducción del 21 % en tasa interanual, hasta situarse en 116,1 mm de euros (véase Anejo 1), tasa superior a la del año 2016, que estuvo en el entorno del 10 %. En consecuencia, el porcentaje que los activos dudosos representan sobre el total activo consolidado de las entidades se redujo, pasando del 4,1 % en diciembre de 2016 al 3,3 % un año después.

...situando la ratio de morosidad total en el 3,8 %

La ratio de morosidad total (que incluye crédito y valores de renta fija) se redujo hasta situarse en diciembre de 2017 en el 3,8 %, con una disminución de la ratio de 99 pb respecto al año anterior (4,8 %). La ratio de morosidad del crédito mostró un comportamiento similar, pasando del 5,6 % en diciembre de 2016 al 4,4 % en diciembre de 2017.

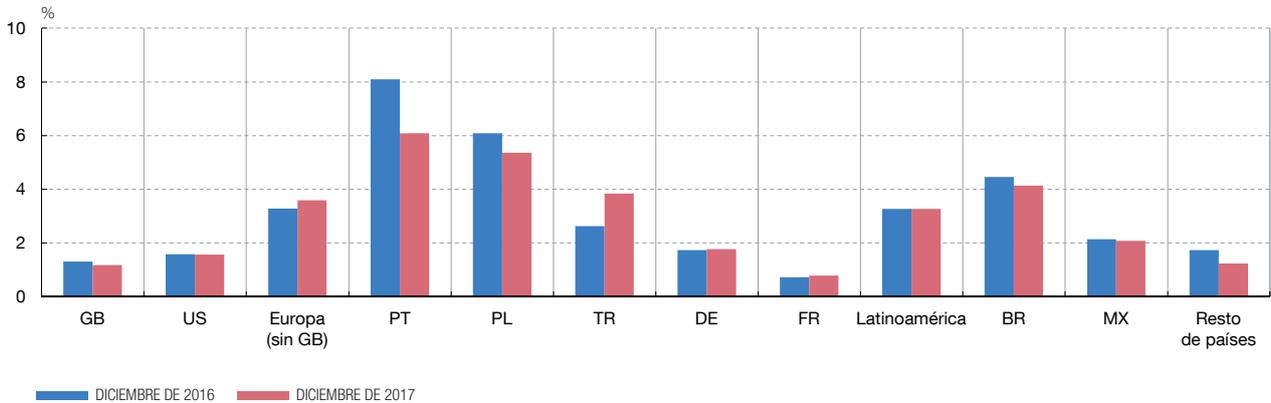
La ratio de morosidad del crédito ha mostrado, con carácter general, un comportamiento positivo en los principales países con presencia de las entidades de depósito españolas, con la principal excepción de Turquía

En el caso del negocio en el exterior, el gráfico 2.4.A muestra, con carácter general, un comportamiento positivo de la ratio de morosidad del crédito total en los principales países con presencia de las entidades de depósito españolas. En Reino Unido y EE.UU., países que concentran más del 40 % de los préstamos en el exterior, así como en Alemania y Francia, la ratio de morosidad continuó manteniéndose por debajo del 2 %. En Latinoamérica, la ratio se redujo ligeramente en Brasil y México. Por el contrario, la ratio de morosidad aumentó en Turquía, pasando del 2,6 % en diciembre de 2016 al 3,8 % un año después. En Portugal y Polonia la ratio de morosidad cayó de forma notable, destacando Portugal, con un descenso de 2 pp hasta situarse en el 6,1 % en diciembre de 2017.

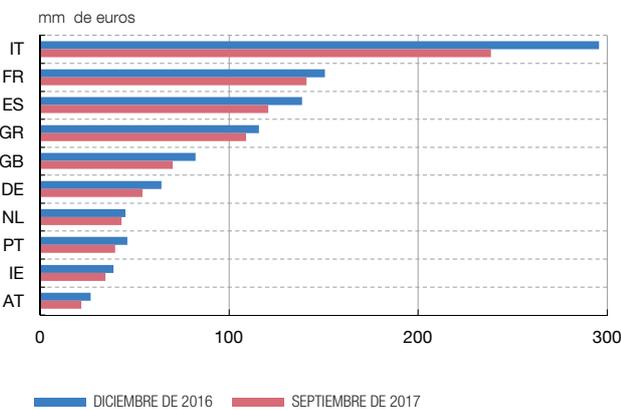
A nivel europeo, la ratio de morosidad del crédito ha continuado su tendencia a la baja, hasta situarse en septiembre de 2017 en el 4,4 %, ligeramente por debajo de la ratio de las entidades de depósito españolas (4,7 %)

Los datos que publica trimestralmente el Banco Central Europeo en su base de datos consolidada, permiten comparar la evolución del volumen de crédito dudoso y de la ratio de morosidad del crédito a nivel europeo. El gráfico 2.4.B muestra la reducción del volumen de préstamos dudosos entre diciembre de 2016 y septiembre de 2017 experimentada por las entidades de depósito de los principales países europeos. Entre los países analizados destaca el caso de Italia, que a pesar de haber reducido de forma notable el volumen de dudosos en los tres primeros trimestres de 2017, se mantiene a la cabeza con 239 mm de euros de préstamos dudosos (23,7 % del total de préstamos dudosos

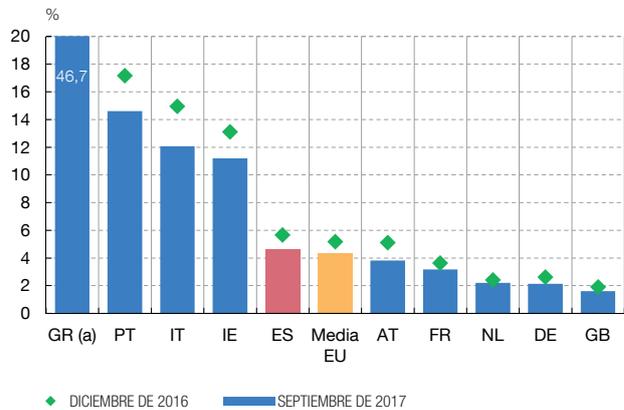
A EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS EN EL EXTERIOR  
Diciembre de 2016 y Diciembre de 2017



B COMPARATIVA EUROPEA DEL VOLUMEN DE PRÉSTAMOS DUDOSOS  
Diciembre de 2016 y Septiembre de 2017



C COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS  
Diciembre de 2016 y Septiembre de 2017



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

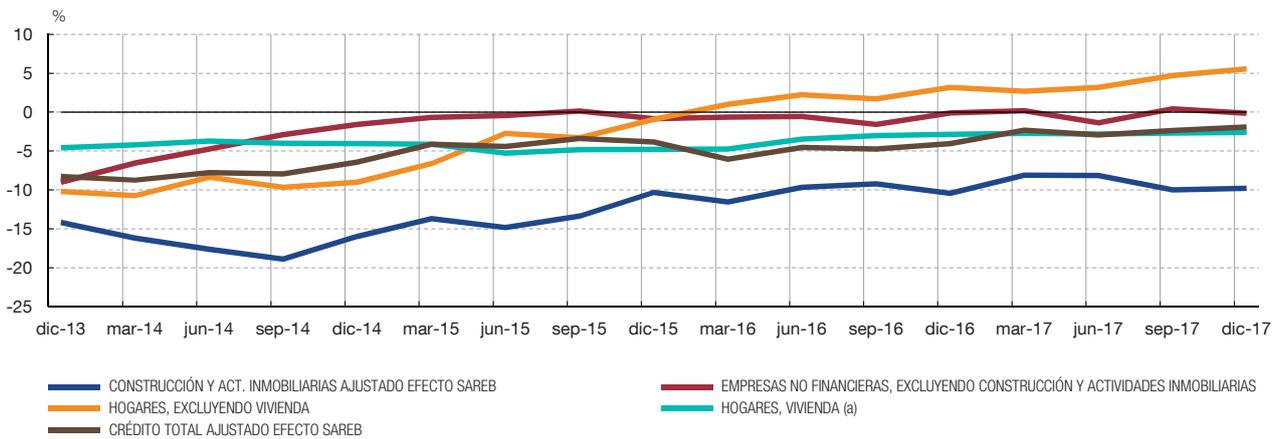
a La ratio de préstamos dudosos en Grecia es del 46,7 % (46,3 % en diciembre de 2016).

del conjunto de países de la Unión Europea). Por su parte, España es, tras Francia, el tercer país europeo con entidades con mayor volumen de préstamos dudosos (12 % del total). El gráfico 2.4.C muestra que si bien continúa la elevada dispersión entre países (con ratios entre el 1,6 % y el 46,7 % en Reino Unido y Grecia, respectivamente), resulta destacable la disminución generalizada de la ratio de morosidad, excepto en Grecia (donde se ha incrementado en 0,4 pp). En este contexto de reducción generalizada del crédito dudoso, el gráfico 2.4.C recoge la ratio de morosidad del crédito a nivel europeo, que en septiembre de 2017 se situaba en el 4,4 % (frente al 5,2 % un año antes), tasa ligeramente inferior a la de las entidades españolas (4,7 %, desde el 5,7 % registrado en diciembre de 2016).

### Exposición Doméstica

En los negocios en España, el crédito al sector privado descendió un 1,9 % en términos interanuales, la caída más baja desde...

Con datos procedentes de los estados financieros individuales es posible analizar la evolución del riesgo de las exposiciones en España. El crédito al sector privado residente se redujo durante 2017 en 23,2 mm de euros, lo que supone un descenso interanual del 1,9 % (véase gráfico 2.5). El descenso es sensiblemente inferior al que se observó durante 2016 (51,4 mm de euros), y la tasa de caída interanual es la más baja desde el inicio



FUENTE: Banco de España.

a Esta serie incluye titulizaciones.

...el inicio de la recuperación económica

de la recuperación económica. Así pues, a pesar de que el crédito vivo sigue descendiendo, la tendencia observada parece mostrar que se está llegando al final del proceso de desalancamiento en la concesión de crédito en España.

La moderación en la caída de las tasas de variación ha sido generalizada por sectores institucionales

La evolución menos negativa de las tasas de variación del crédito se ha producido tanto en empresas no financieras como en hogares. En el caso de las empresas, el descenso interanual fue del 3,1 % en diciembre de 2017, frente a un descenso interanual del 3,5 % doce meses antes. Por su parte, el crédito a hogares mostró una caída con respecto al año anterior del 1,3 %, tasa también inferior a la observada en diciembre de 2016 (-2 %).

En hogares se moderó ligeramente la caída del crédito para adquisición de vivienda y creció el concedido para consumo...

En cuanto al crédito destinado a hogares, se observó un comportamiento muy distinto entre la evolución del crédito concedido para adquisición de vivienda y la del resto del crédito. Mientras el crédito otorgado para adquisición de vivienda descendió un 2,6 % en diciembre de 2017 en términos interanuales, lo que supone una ligera moderación en el descenso frente a la tasa de variación observada en el año anterior, el crédito concedido a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda creció un 5,6 %, fundamentalmente por el crédito al consumo, consolidando las tasas de variación positivas que se han venido observando desde comienzos de 2016. Para un análisis más detallado del crédito a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda, véase el Recuadro 2.1.

... mientras en empresas no financieras se mantuvo el descenso en el crédito a construcción y actividades inmobiliarias

Por ramas de actividad, el crédito a los sectores de construcción y actividades inmobiliarias descendió un 10 % en diciembre de 2017 frente al dato observado un año antes, recuperándose ligeramente la tasa de variación desde el -10,4 % en 2016. El resto del crédito a empresas no financieras apenas sufrió variaciones importantes en el último año (descenso del 0,1 %, similar al observado en el año anterior).

Por tamaño de empresa, el crédito otorgado a PYMEs descendió un 2,1 % en diciembre de 2017 en tasa interanual, lo que supone una moderación del descenso con respecto al observado en 2016 (4,3 %)<sup>1</sup>. Por su parte, el crédito a grandes empresas evolucionó en

<sup>1</sup> Hay que tener en cuenta que durante 2017 se produjo la cancelación, por parte de una entidad, de una cantidad significativa de préstamos a sus entidades asociadas, por lo que estas cifras y las del Recuadro 2.2 están afectadas por este efecto.

Como se ha señalado en la sección 2.1.1, el crédito concedido por las entidades de depósito españolas al sector privado residente siguió descendiendo en 2017, en línea con el comportamiento observado en los últimos años. Sin embargo, el segmento del crédito a hogares para finalidades distintas de la compra de vivienda viene experimentando, desde el año 2016, tasas de crecimiento positivas que contrastan con la evolución contractiva del resto de modalidades de crédito. En este contexto, este Recuadro analiza en profundidad la evolución de las diferentes tipologías de crédito al consumo, su morosidad y grado de cobertura, así como la posición relativa de las entidades españolas en el entorno europeo en este tipo de crédito.

El crédito a hogares no destinado a vivienda (que incluye el crédito al consumo, tanto de bienes duraderos como de bienes y servicios corrientes, y el destinado a otras finalidades) superaba en diciembre de 2017 los 102 mm de euros, lo que supone un 16,7 % del crédito a hogares y un 8,6 % del crédito total al sector privado residente<sup>1</sup>. Como se observa en el gráfico A, este segmento de crédito viene creciendo de forma ininterrumpida desde

el primer trimestre de 2016, con tasas de variación interanual crecientes que en diciembre de 2017 alcanzaron el 5,6 %. El crédito a hogares no destinado a vivienda se puede desglosar en dos componentes: crédito al consumo, que a cierre de 2017 representaba un 57 % (58 mm de euros); y crédito para otras finalidades<sup>2</sup>, que engloba el 43 % restante. El crecimiento del crédito a hogares no destinado a vivienda viene determinado por el fuerte incremento experimentado por el crédito al consumo, cuyas tasas de crecimiento interanual se mantuvieron por encima del 15 % a lo largo de todo el año 2017. En contraposición, el crédito para otras finalidades ha mantenido en los últimos años una tendencia contractiva, con tasas que en 2017 se situaron entre el -10 % y el -5 %.

- 1 Los datos que aparecen en este Recuadro incluyen, a partir de julio de 2017, el negocio de un antiguo establecimiento financiero de crédito que se integra en una entidad de depósito en esa fecha.
- 2 El crédito para otras finalidades incluye el crédito para adquisición de terrenos, garajes y trasteros no asociados a la compra de vivienda, adquisición de valores, reunificación de deudas y otros créditos.

Gráfico A  
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES NO DESTINADO A VIVIENDA Y SUS COMPONENTES



Gráfico B  
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO DUDOSO A HOGARES NO DESTINADO A VIVIENDA Y SUS COMPONENTES



Gráfico C  
RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO A HOGARES NO DESTINADO A VIVIENDA Y SUS COMPONENTES

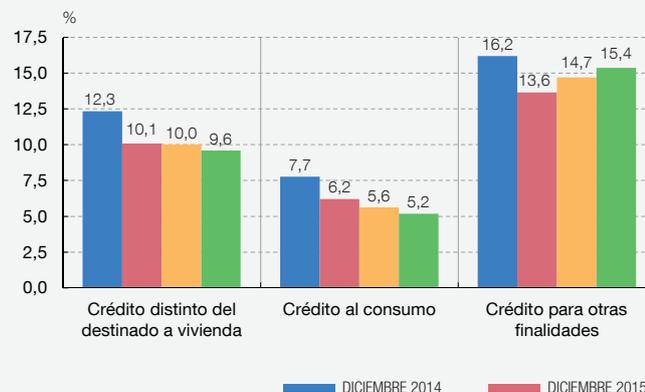
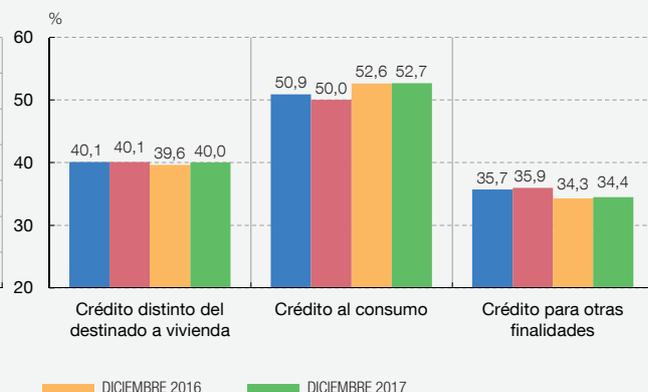


Gráfico D  
RATIO DE COBERTURA DEL CRÉDITO DUDOSO A HOGARES NO DESTINADO A VIVIENDA Y SUS COMPONENTES



FUENTE: Banco de España.

En cuanto a la morosidad de estos créditos, ésta ha mostrado un comportamiento cambiante en los últimos años, con tasas de contracción de entre un 10 % y un 20 % interanual hasta septiembre de 2016, seguidas de un crecimiento también significativo hasta septiembre de 2017 que se moderó hasta el 1,1 % en el último trimestre de 2017. En este caso, además, se observa un comportamiento más homogéneo entre los dos componentes del crédito a hogares no destinado a vivienda (véase gráfico B).

Fruto de los comportamientos descritos, la ratio de morosidad del crédito no destinado a vivienda se redujo casi 3 pp entre diciembre de 2014 y diciembre de 2017, hasta situarse en el 9,6 % (véase gráfico C). Como en el caso del crédito, esta evolución se debe principalmente a la caída experimentada por la ratio de morosidad del crédito al consumo, que pasó del 7,7 % en diciembre de 2014 al 5,2 % en diciembre de 2017. Si bien en los primeros años esta caída vino motivada por la reducción del crédito dudoso, en los últimos trimestres fue consecuencia del significativo crecimiento de este tipo de crédito. Por su parte, la ratio de morosidad del crédito para otras finalidades se redujo

en 2015, y se ha incrementado desde entonces, hasta un 15,4 % a cierre de 2017.

La cobertura de los préstamos dudosos se mantuvo relativamente estable a lo largo del periodo analizado (gráfico D), pasando para el agregado del crédito no destinado a vivienda del 40,1 % en 2014 al 40 % a cierre de 2017. Destaca la mayor cobertura del crédito al consumo, superior al 50 % a lo largo de todo el periodo analizado, en contraste con una cobertura del 34,4 % en el crédito para el resto de finalidades.

El gráfico E permite analizar en mayor detalle la evolución del crédito al consumo a través de sus dos componentes: el crédito para adquisición de bienes de consumo duradero, que a diciembre de 2017 representaba un 53 % del total (31 mm de euros), y el crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes, que suponía el 47 % restante. Como recoge el gráfico, estas modalidades de crédito han mostrado un comportamiento dispar desde 2016. Así, mientras el crédito para adquisición de bienes de consumo duradero (que incluye la adquisición de automóviles) presentaba tasas

Gráfico E  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO AL CONSUMO



Gráfico F  
RATIO DE MOROSIDAD DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO AL CONSUMO

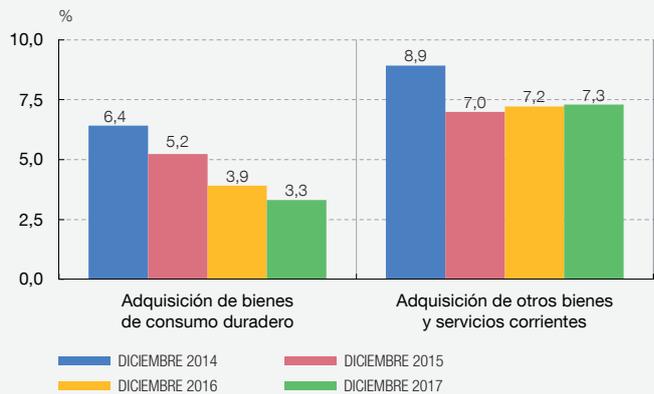


Gráfico G  
CRÉDITO NUEVO A HOGARES DISTINTO DEL DESTINADO A VIVIENDA

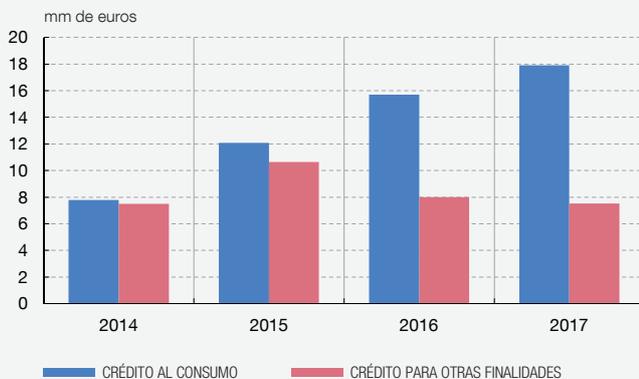


Gráfico H  
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL CONSUMO EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA ZONA EURO



FUENTE: Banco de España y Banco Central Europeo.

de variación interanual crecientes y significativas que alcanzaron el 26,8% en diciembre de 2017, el crédito para adquisición de otros bienes creció de forma más moderada (5,3%).

La ratio de morosidad del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero se redujo de forma significativa y continuada (gráfico F), pasando de un 6,4% en diciembre de 2014 a un 3,3% en diciembre de 2017. La ratio de morosidad del crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes, en cambio, experimentó una fuerte reducción en el año 2015, pero se ha incrementado ligeramente desde entonces hasta el 7,3% a cierre de 2017.

El gráfico G recoge el crédito nuevo concedido a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda en los últimos años. Como se observa en el gráfico, se repite la misma tendencia observada en el *stock* de crédito: la evolución creciente del crédito se explica por el mayor crecimiento del crédito nuevo concedido al consumo, mientras que el crédito nuevo para otras finalidades siguió un comportamiento más errático, incrementándose en 2015 y descendiendo en los años siguientes.

Para concluir, el gráfico H permite comparar la evolución del crédito al consumo en España frente a las tendencias observadas en los países de nuestro entorno. Como se observa en el gráfico, elaborado con datos procedentes del Banco Central Europeo<sup>3</sup>, desde mediados de 2015 España ha presentado tasas de crecimiento del crédito al consumo superiores a la media de la zona euro. Además, desde mediados de 2016 se sitúa a la cabeza de las principales economías de la zona euro, con tasas de variación superiores al 10%, mientras que el crecimiento en el resto

de economías se situó entre el 5% y el 10%. No obstante, si se toma una perspectiva temporal más amplia, se observa que el comportamiento del crédito al consumo durante la crisis económica fue significativamente más desfavorable en España, con tasas de contracción de entre el 8 y el 12% entre 2011 y 2012, frente a una caída media del 2% en el conjunto de la zona euro.

Por tanto, cabe considerar que el comportamiento observado en España en los últimos años pueda explicarse, al menos en parte, por unos niveles de partida más reducidos que sólo ahora empiezan a recuperarse. En concreto, este comportamiento parecería estar mostrando la realización, dada la mejora en la actividad económica y en la tasa de empleo, de decisiones de consumo embalsadas y pospuestas a consecuencia de la crisis.

En cualquier caso, este tipo de crédito es el segmento de negocio con los tipos de interés más elevados (gráfico 2.7.C), y dado el entorno de bajos tipos de interés en el que se desarrolla el negocio bancario, podría ocurrir que las entidades estuvieran buscando oportunidades de obtener rentabilidades mayores a costa de incurrir en mayores riesgos, por lo que la evolución de este tipo de crédito y su morosidad habrá que seguirlas con atención en los próximos trimestres.

<sup>3</sup> Estos datos, procedentes de la base de datos *Balance Sheet Items* del Banco Central Europeo, recogen el crédito al consumo concedido tanto por entidades de depósito como por establecimientos financieros de crédito, motivo por el cual las tasas de variación de España difieren algo de las presentadas en el gráfico A.

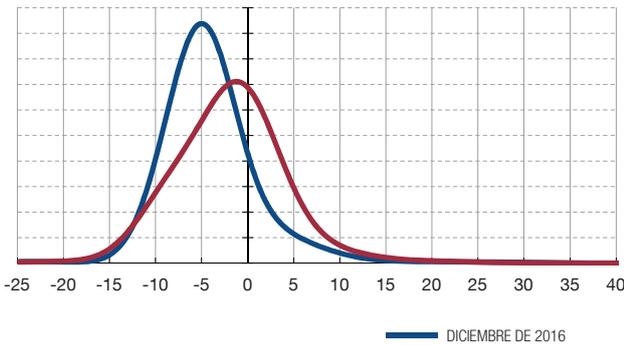
sentido contrario, descendiendo casi un 5% en tasa interanual frente al descenso más moderado, del 3,1%, observado en diciembre de 2016. Parte de este descenso se puede explicar por el mayor recurso al mercado por parte de las grandes empresas, ligado también a la evolución de la política monetaria del Eurosistema. Un análisis más detallado de la evolución del crédito a PYMEs se puede encontrar en el Recuadro 2.2.

La mejora de la variación del crédito se produjo de forma generalizada entre entidades, también en el crédito al consumo

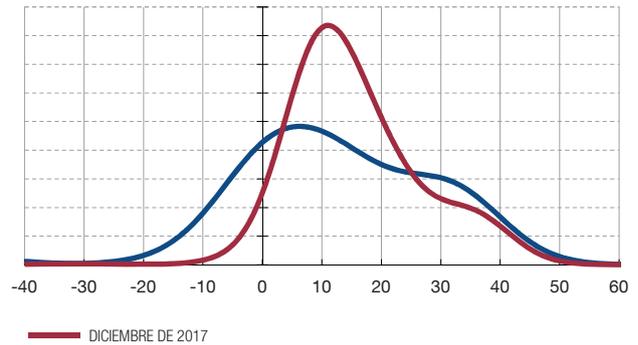
La mejora en 2017 de las tasas de variación en el crédito al sector privado residente se produjo de forma generalizada entre entidades (véase gráfico 2.6.A), si bien ha aumentado la variabilidad con respecto a diciembre de 2016. Con respecto al crédito al consumo, ha disminuido la variabilidad de comportamiento entre las entidades (véase gráfico 2.6.B), desplazándose la distribución hacia la derecha del gráfico, mostrando un mayor y más generalizado crecimiento del crédito.

El gráfico 2.7.A muestra la evolución, con una perspectiva amplia, del crédito nuevo con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda. Dicho gráfico representa el volumen de crédito nuevo (flujo anual) y el volumen de crédito total hipotecario (*stock* en diciembre de cada año), ambos en base 100 desde el primer año de información disponible (2002), y el porcentaje que el flujo de crédito hipotecario representa sobre el *stock*.

A DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO TOTAL (a)



B DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO PARA CONSUMO (a)

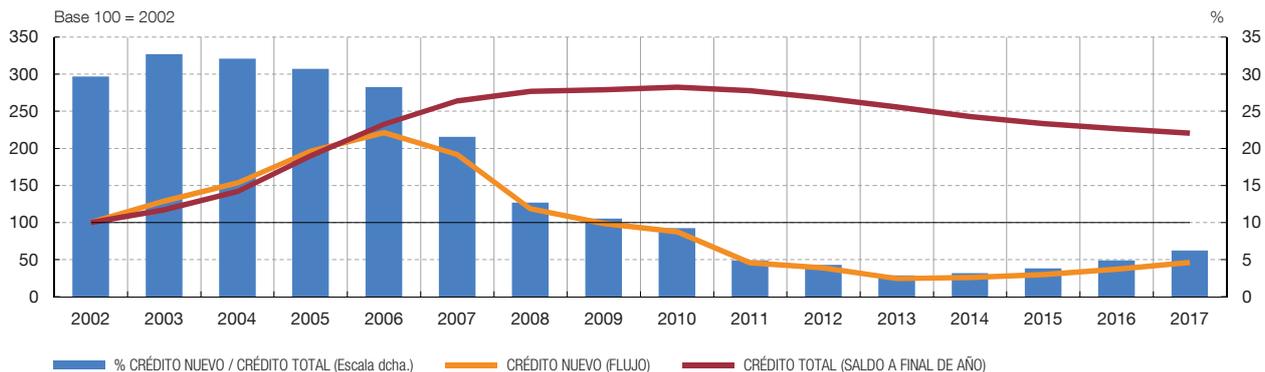


FUENTE: Banco de España.

a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de las tasas de variación interanual del crédito para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el importe de crédito correspondiente a cada entidad. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

CRÉDITO HIPOTECARIO Y CONDICIONES DE FINANCIACIÓN  
Negocios en España, DI

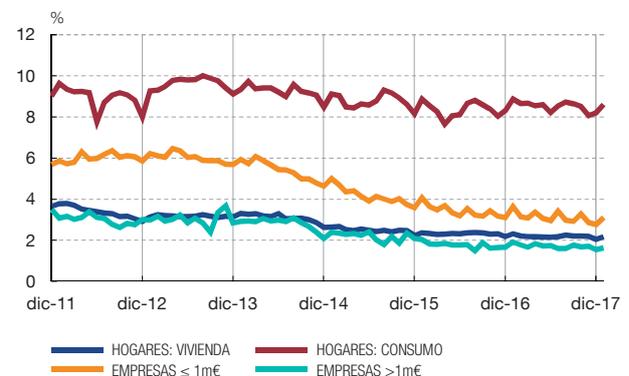
A CRÉDITO HIPOTECARIO NUEVO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (a)



B TASAS DE ACEPTACIÓN DE LOS CRÉDITOS SOLICITADOS (b)



C TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE NUEVAS OPERACIONES (c)



FUENTE: Banco de España.

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

Como se ha señalado en el cuerpo del IEF, el crecimiento del crédito a empresas no financieras continuó en 2017 en tasas negativas. No obstante, el comportamiento de sus dos componentes, grandes empresas y PYMES<sup>2</sup>, ha sido dispar en este último año. Por un lado, el crédito a grandes empresas descendió casi un 5 %, lo que supuso una aceleración en la tasa de caída con respecto a la observada en 2016 (-3,1 %)³, mientras que por otro lado, el crédito a PYMES registró una tasa de caída del 2,1 %, habiéndose recuperado en más de 2 pp la tasa de variación en el último año (descenso del 4,3 % en 2016, véase gráfico A). Como consecuencia de estas diferentes trayectorias, aumentó el porcentaje que el crédito a PYMES representa sobre el crédito total a empresas no financieras y en diciembre de 2017 se acercaba al 51 %.

Dentro del crédito concedido a las PYMES, se ha producido una ligera recomposición en los últimos años, con una reducción de la proporción del crédito a empresas medianas, que se ha trasladado a microempresas (véase gráfico B). Así, en diciembre de 2017, el crédito a microempresas representaba más del 36 % del crédito a PYMES, tras haber crecido un 0,2 % en 2017; el crédito a empresas medianas suponía un 33 %, tras descender un 6,2 %; y el restante

31 % se dirigía a las empresas pequeñas, habiendo descendido un 0,2 % en el último ejercicio.

Asimismo, en los últimos años también se ha producido un cambio en la distribución del crédito a PYMES en base al sector de actividad financiado. Como se muestra en el gráfico C, si en marzo de

- 1 Véase la nota 1 del capítulo 2 del IEF.
- 2 Se considera que una empresa es una PYME si cumple con la definición recogida en la Recomendación de la Comisión 2003/361/CE de 6.5.03 (DOCE L 124 de 20.5.03). Así, se califica como PYME a una empresa que ocupa a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros, o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros. Adicionalmente, en la categoría de PYME, se define a una empresa pequeña como aquella que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocios anual, o cuyo balance general anual no supera los 10 millones de euros. A su vez, dentro de la categoría de PYME se define a una microempresa como una empresa que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual, o cuyo balance general anual no supera los 2 millones de euros.
- 3 Parte de este descenso se puede explicar por el mayor recurso al mercado por parte de las grandes empresas, ligado también a la evolución de la política monetaria del Eurosistema.

Gráfico A  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A PYMES Y PESO EN EL TOTAL DE EMPRESAS NO FINANCIERAS

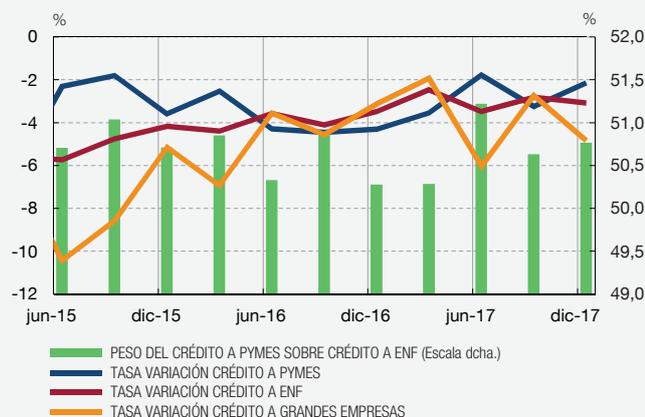


Gráfico B  
COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO A PYMES

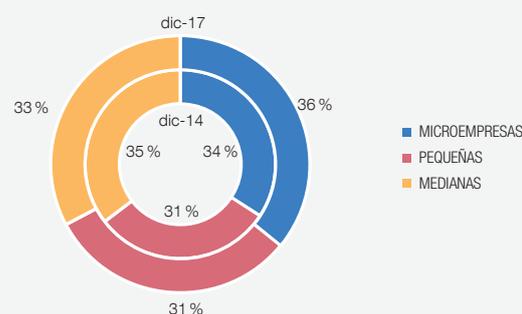


Gráfico C  
DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO A PYMES, SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD

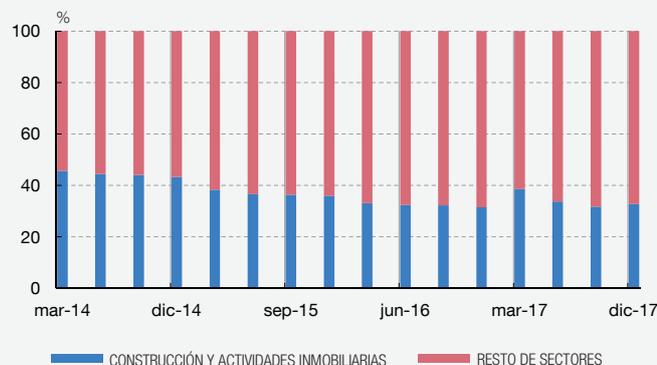
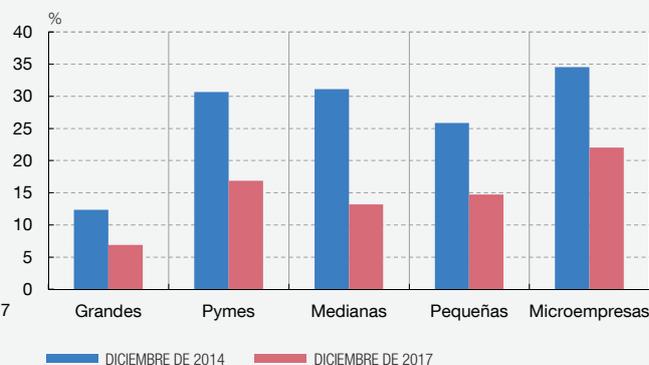


Gráfico D  
RATIO DE DUDOSOS DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS



FUENTE: Banco de España.

2014, más del 45 % del crédito a PYMES se dirigía a construcción y promoción inmobiliaria, en diciembre de 2017 menos de un tercio del crédito a PYMES financiaba dichas actividades.

En cuanto a la morosidad, la ratio de dudosos del crédito a PYMES sigue siendo superior a la de grandes empresas, pero ambas se han reducido de manera significativa en los últimos años. En concreto, desde 2014, la ratio de morosidad en el conjunto de las PYMES se ha reducido en 13,9 pp, desde el 30,7 % hasta el 16,8 %. En las grandes empresas ha pasado del 12,3 % al 6,8 %. Dentro del crédito a PYMES también se observa una mejora de la calidad crediticia a medida que aumenta el tamaño de la PYME. Así, en diciembre de 2017, la ratio de dudosos del crédito a microempresas rozaba el 22 %, el de empresas pequeñas se situó en el 14,7 %, y el de empresas medianas en el 13,2 % (véase gráfico D). Como se ha mencionado, estas ratios de morosidad se han ido reduciendo en los últimos años en todos los tramos de tamaño.

En cuanto al crédito nuevo<sup>4</sup>, el concedido a las empresas no financieras ha venido aumentando a lo largo de 2017, y dentro de éste, el crédito nuevo a PYMES se ha mantenido relativamente estable,

con un cierto crecimiento en la segunda mitad del año (véase gráfico E). En los doce meses de 2017, el crédito nuevo a PYMES alcanzó los 113 mm de euros (frente a los 109 mm de euros del crédito nuevo a grandes empresas), distribuidos del siguiente modo: casi 44 mm de euros a empresas medianas, un importe muy similar (43 mm de euros) a empresas pequeñas y los restantes 25 mm de euros a microempresas (véase gráfico F).

Al igual que ocurre en el crédito al consumo, aunque a tasas significativamente menores, los bancos españoles están aumentando el peso relativo de su crédito a PYMES, un segmento que tiene unos tipos de interés superiores a los de las grandes empresas (véase gráfico 2.7.C), aunque con un riesgo de crédito superior, que se materializa, en parte, en mayor morosidad.

4 El crédito nuevo se define como los préstamos formalizados en operaciones nuevas para el sistema bancario, sin incluir renovaciones, ni refinanciaciones ni subrogaciones. Tampoco incluye incrementos de principal dispuesto en préstamos renovables, cartera comercial, préstamos con límite, tarjetas de crédito, descubiertos y excedidos correspondientes a operaciones formalizadas en meses anteriores.

Gráfico E  
CRÉDITO NUEVO A EMPRESAS NO FINANCIERAS. IMPORTES CONCEDIDOS EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES (a)

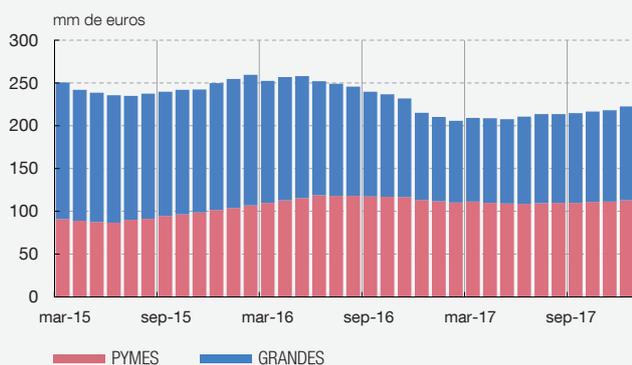
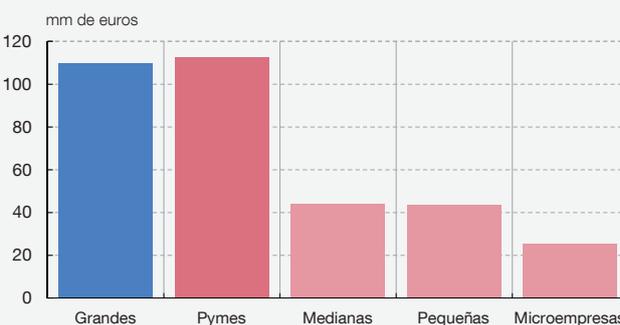


Gráfico F  
CRÉDITO NUEVO A EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2017



FUENTE: Banco de España.

a Cada barra del gráfico representa los préstamos formalizados en operaciones nuevas para el sistema en los últimos 12 meses.

Durante los últimos años, incluyendo 2017, se ha observado una progresiva recuperación en el volumen de crédito hipotecario nuevo. El porcentaje de crédito nuevo sobre el *stock* de crédito ha venido aumentando desde el mínimo del 2,8 % en 2013 hasta el 6,2 % observado en diciembre de 2017. Adicionalmente a la evolución del crédito nuevo, el Recuadro 2.3 recoge un análisis temporal de la ratio préstamo-valor de la garantía (*loan-to-value*).

La tasa de aceptación de créditos ascendió en el último trimestre,...

La tasa de aceptación de las operaciones de crédito que las empresas no financieras solicitan a las entidades con las que actualmente no están operando ha aumentado ligeramente en el cuarto trimestre de 2017 respecto al trimestre anterior, situándose en valores cercanos

El comportamiento de la ratio préstamo-valor de la garantía (*loan-to-value*, abreviado como *LTV* por sus siglas en inglés) medida como el cociente entre el montante de un préstamo y el valor de la garantía asociada a dicho préstamo, es uno de los indicadores más habituales para el seguimiento de los estándares de concesión de préstamos hipotecarios. El Banco de España analiza éste y otros indicadores en el contexto del seguimiento de los riesgos en el mercado hipotecario español, en línea también con lo dispuesto en la Recomendación emitida en 2016 por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) sobre información relevante del sector inmobiliario a efectos macroprudenciales<sup>1</sup>.

Este recuadro describe la evolución de la ratio *LTV* de las hipotecas sobre viviendas a personas físicas, así como la de los precios de los inmuebles que actúan de colateral o garantía en dichos préstamos. Esta evolución se analiza tomando como referencia el Índice de Precios de la Vivienda (IPV) publicado por el INE. Por su parte, los préstamos hipotecarios y el valor de las tasaciones de las viviendas se obtienen de dos fuentes distintas: por un lado, del Colegio de Registradores<sup>2</sup>, que proporciona en su base de datos información granular sobre todas las nuevas hipotecas inscritas en los registros de la propiedad, lo que permite calcular la ratio *LTV* en origen (esto es, en el momento en el que se concede el préstamo hipotecario); por otro, de la información contable que las entidades remiten regularmente al Banco de España. Con esta última se construye el *LTV* para el volumen total de hipotecas del sistema (esta información engloba no solo a las nuevas operaciones, sino a todo el saldo vivo de hipotecas).

El gráfico A muestra la evolución de los *LTV* medios desde el año 2004 al año 2017. En base a la información disponible, se distinguen dos series: (i) la de los nuevos préstamos hipotecarios; y (ii) la correspondiente a toda la cartera de préstamos hipotecarios<sup>3</sup>. Además, el gráfico incorpora la variación interanual del precio de la vivienda.

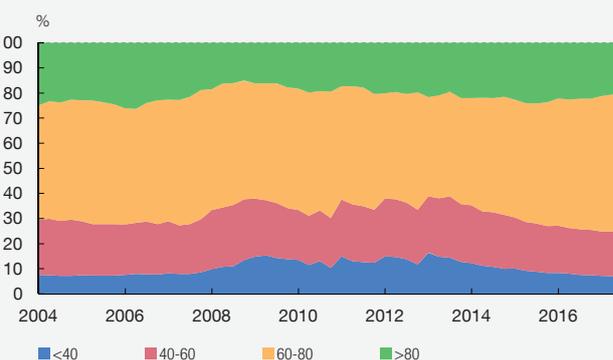
Los datos revelan una correlación positiva (que asciende a 77 %) entre los *LTV* medios de los nuevos préstamos y la variación de los precios de la vivienda. Esto es, los *LTV* medios se mueven

- 1 Recomendación JERS/2016/14, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles. La Recomendación persigue contribuir a la disponibilidad y comparabilidad de los datos relativos a los mercados de bienes inmuebles residenciales y comerciales de la UE.
- 2 La base de datos del Colegio de Registradores contiene información sobre las transacciones de compraventa de propiedades inmobiliarias y las constituciones de hipotecas inscritas mensualmente en los registros de la propiedad españoles desde el año 2004. Cubre tanto propiedades residenciales como comerciales y adicionalmente al valor de tasación de los inmuebles y el principal de los préstamos hipotecarios, contiene información relevante sobre el valor de las transacciones, características físicas de los inmuebles y las condiciones pactadas en las hipotecas inscritas.
- 3 Para las nuevas operaciones el *LTV* medio del sistema es una media ponderada por el valor de cada préstamo. Para el *LTV* del saldo vivo de hipotecas, al no disponerse de información préstamo a préstamo, sino de sub-carteras de crédito por tramos de *LTV*, se asume que el punto medio de cada tramo representa el *LTV* de la sub-cartera correspondiente, agregándose la información para todos los tramos para obtener el *LTV* del conjunto de hipotecas.

Gráfico A  
RATIO *LOAN-TO-VALUE* DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS Y PRECIO DE LA VIVIENDA (a)



Gráfico B  
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO *LOAN-TO-VALUE* DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (b)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores e Instituto Nacional de Estadística.

- Para el conjunto de la cartera hipotecaria, solo se incluyen préstamos hipotecarios a personas físicas para adquisición de vivienda, según la información que reportan periódicamente las entidades de crédito al Banco de España. Para el crédito nuevo, se incluyen todos los préstamos hipotecarios a personas físicas en los que el colateral es una vivienda, según información proporcionada por el Colegio de Registradores.
- Préstamos hipotecarios a personas físicas en los que el colateral es una vivienda.

(*LOAN-TO-VALUE, LTV*) (cont.)

en la misma dirección que la variación del precio de la vivienda. Esta característica podría reflejar cierto carácter procíclico de los LTV: en periodos expansivos, la expectativa de una revalorización del colateral aumenta la predisposición a incrementar el principal de las nuevas hipotecas en relación con su valor de tasación, mientras que en periodos contractivos los criterios de concesión se vuelven más restrictivos.

La principal excepción a esta tónica se encontraría en la evolución de estas variables en el periodo comprendido entre 2010 y 2013. En estos años, los LTV medios de las nuevas operaciones se mantuvieron estables en torno al 67 %, mientras que el precio de la vivienda experimentó fuertes correcciones (al encadenarse caídas interanuales superiores al 5 %). Este comportamiento podría reflejar cambios en la estructura de la demanda de crédito, en la que habrían ganado peso individuos o familias más solventes. Como consecuencia de ello, el valor de tasación de la vivienda habría sido menos determinante en la concesión de crédito nuevo (en la medida en que si los nuevos préstamos son más seguros, es menos probable que se ejecute la garantía hipotecaria), lo que podría explicar la desconexión observada entre los LTV medios y el precio de la vivienda en el periodo comentado. Adicionalmente, podría reflejar también políticas mucho más cautas por parte de las entidades, en un contexto de creciente y muy elevada morosidad, y de aumento de la incertidumbre económica y financiera.

Desde el año 2014 los LTV medios de los nuevos préstamos se han incrementado, situándose en niveles superiores a los observados en el periodo 2004-2006. Sin embargo, durante el periodo 2016-2017 se aprecia una contención e incluso una ligera contracción de los LTV medios en torno al 73 %. Este comportamiento se debería al cambio en la composición de la cartera de préstamos nuevos, que se analiza más adelante.

Finalmente, los LTV medios de toda la cartera de préstamos hipotecarios (saldos vivos) son significativamente inferiores a los LTV medios de los préstamos nuevos. Esto se debe a que para la determinación del valor de los primeros en cada periodo, las entidades consideran como numerador el importe pendiente de cobro del préstamo. Por otra parte, no se observa ninguna relación entre los LTV medios de cartera total y el precio de la vivienda. El nivel de LTV de la cartera total de préstamos puede reaccionar a factores muy diversos, no necesariamente relacionados con el valor del colateral de la hipoteca, lo que explica que estas dos series presenten una correlación próxima a cero. Por ejemplo, en periodos en los que el flujo de nuevos préstamos es bajo, los LTV medios tienden a decrecer, puesto que la mejora de los LTV debida a la amortización de préstamos concedidos en el pasado gana importancia. Por otra parte, los incrementos en los LTV se pueden deber al aumento del peso del flujo de crédito nuevo o al impacto

de posibles refinanciaciones en las que se actualizara la tasación del valor de la vivienda a la baja (lo que conduce a LTV más altos), algo que puede ocurrir en un entorno de caídas del precio de la vivienda. En definitiva, los LTV del crédito nuevo parecen ser una medida más representativa de los estándares de crédito que las entidades aplican en cada momento.

A continuación, se analiza la evolución por tramos de los LTV de los préstamos nuevos. El gráfico B detalla la distribución de los mismos. Los LTV se agrupan en cuatro categorías: (i) préstamos con LTV inferiores al 40 %; (ii) préstamos con LTV comprendidos entre 40 % y 60 %; (iii) préstamos con LTV comprendidos entre el 60 % y el 80 %; y (iv) préstamos con LTV superiores al 80 %. La evolución temporal de los distintos tramos permite distinguir tres periodos. Durante los años 2004 a 2007 se observa un peso relativamente constante de los distintos tramos. Los préstamos con LTV bajos (esto es, LTV inferiores al 60 %) suponen alrededor del 30 % de todos los nuevos préstamos, mientras que préstamos con LTV superiores al 80 % suponen algo más del 20 % de las nuevas operaciones.

Durante el intervalo 2008-2013 se percibe un endurecimiento de las condiciones crediticias, lo que se traduce en un cambio en la composición de la cartera de nuevas hipotecas. Concretamente, el segmento de hipotecas con LTV bajos experimenta un fuerte incremento, alcanzando un peso de cerca del 40 % del total de nuevos préstamos hipotecarios en los momentos más agudos de la crisis. Por otra parte, se observa el comportamiento opuesto en el segmento de LTV altos, con una caída de su importancia relativa (el peso de estas operaciones baja hasta el entorno del 15 %).

Finalmente, desde el año 2014 se observa cómo el tramo de hipotecas con LTV comprendidos entre el 60 % y el 80 % incrementa su peso en detrimento de los tramos extremos: (i) los LTV por debajo del 60 % experimentan una reducción paulatina; (ii) los LTV superiores al 80 % se contienen e incluso se observa una leve reducción al final del periodo. En este contexto, el incremento en los LTV medios mostrado en el gráfico A no conlleva necesariamente la asunción de mayores riesgos por parte de las entidades, sino que podría deberse a la consolidación del tramo de hipotecas con LTV comprendidos entre el 60 % y el 80 %, que en la actualidad supone algo más de la mitad del volumen de nuevos préstamos, en detrimento de las hipotecas con LTV extremos (esto es, con LTV muy bajos o muy altos).

Esta valoración está en línea con la evolución del crédito con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda, donde el *stock* sigue reduciéndose y el flujo de crédito nuevo, aunque creciente, se mantiene en niveles relativos muy alejados de los alcanzados en la anterior fase expansiva (véase gráfico 2.7.A).

...si bien aún sigue lejos de los valores observados en los años previos a la crisis

al 33 %. Se modula con ello ligeramente la tendencia descendente observada en trimestres anteriores, y se recuperan los valores con los que comenzaba la serie al inicio de 2017 (véase gráfico 2.7.B). Esta tasa de aceptación continúa sin embargo lejos de los valores observados durante los años previos a la crisis en los que estaba en el entorno del 47 %, pero por encima del nivel más bajo de la serie histórica, 25 %, que se alcanzó entre 2008 y 2013. Este repunte en las tasas de aceptación se ha producido al mismo tiempo que el número de peticiones ha aumentado un 2,1 % en el último semestre del año 2017 frente al mismo periodo del año anterior.

Los tipos de interés de las operaciones nuevas continuaron la senda observada en el año anterior, tanto en empresas como en hogares

Los tipos de interés de las operaciones nuevas (véase gráfico 2.7.C) continuaron la senda observada durante los últimos años. En el caso de las empresas continuó el leve descenso, especialmente en las operaciones de menos de un millón de euros. En el caso de los hogares, tanto en las operaciones para adquisición de vivienda como en las realizadas para otros fines (fundamentalmente consumo) la evolución ha sido más estable, tal y como sucedió también durante 2016.

En este entorno de tipos de interés muy reducidos, cabe destacar el desplazamiento de la exposición crediticia de las entidades hacia aquellos segmentos de negocio más rentables, como es el crédito al consumo. Es necesario destacar que dicho segmento es también uno de los que históricamente han mostrado una morosidad más elevada.

Por su parte, a cierre de 2017 el volumen de créditos al sector privado objeto de medidas de refinanciación y reestructuración con datos de estados individuales, que consideran únicamente la actividad de las entidades que operan en España, descendieron un 23,6 % en tasa interanual hasta los 88,7 mm de euros<sup>2</sup>.

### Activos problemáticos en España

Los activos dudosos en el negocio en España se redujeron algo más que el año anterior, a una tasa interanual del 16,2 % y acumulada del 50,3 % desde diciembre de 2013

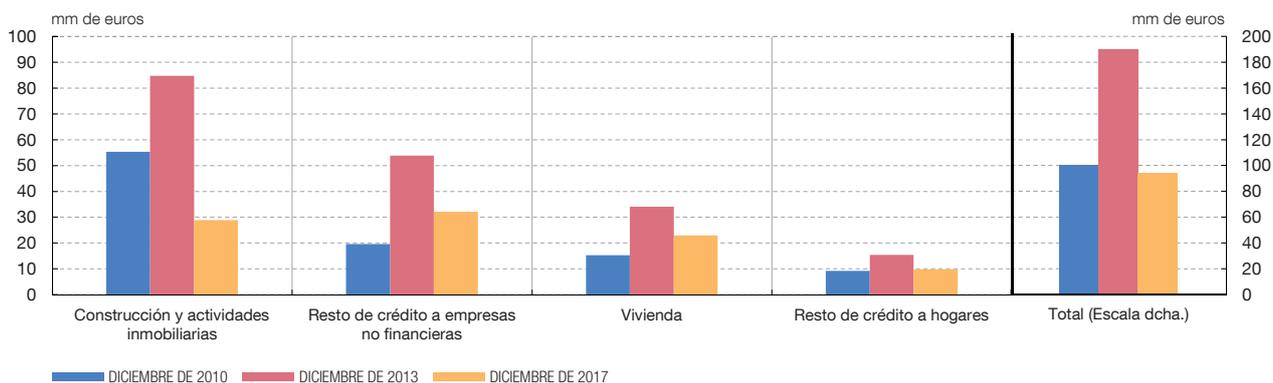
En cuanto a la manifestación explícita del riesgo de crédito, los activos dudosos continuaron durante 2017 con el descenso observado en los últimos años, en gran medida por la favorable evolución de la economía española durante el último ejercicio. Dicha reducción ha sido de 18,2 mm de euros en términos absolutos durante el último año, importe ligeramente mayor que la reducción observada durante 2016 (17,6 mm de euros). Esto supone que los activos dudosos de diciembre de 2017 eran un 16,2 % inferiores a los observados en diciembre de 2016 en el negocio en España. Desde el máximo de créditos dudosos registrado en diciembre de 2013, la reducción de activos dudosos ya alcanza los 95,1 mm de euros, lo que se traduce en que el importe actual de dudosos es un 50,3 % inferior al de diciembre de 2013, situándose en niveles inferiores a los observados en 2010 (véase gráfico 2.8.A).

En el último año los activos dudosos descendieron en hogares y, en mayor medida, en empresas no financieras

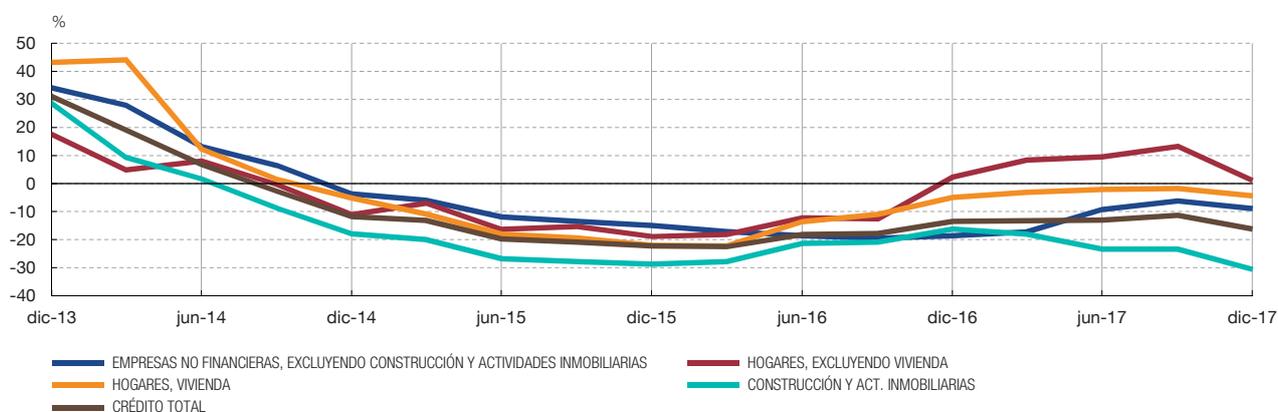
Por sectores institucionales, los activos dudosos descendieron tanto en el crédito otorgado a empresas no financieras como en el destinado a hogares, si bien de forma muy distinta. Mientras en el caso de las empresas la reducción fue muy significativa (-20,7 % en tasa interanual en diciembre de 2017) y mayor a la observada un año antes (-17,3 %), en hogares dicha reducción fue mucho más moderada (descenso interanual del 2,8 % en diciembre de 2017) y ligeramente inferior a la mostrada doce meses antes (-3 %).

<sup>2</sup> A nivel consolidado, el volumen de créditos al sector privado refinanciados y reestructurados descendió hasta situarse en 123 mm de euros, cifra un 19,9 % inferior a la registrada en diciembre de 2016.

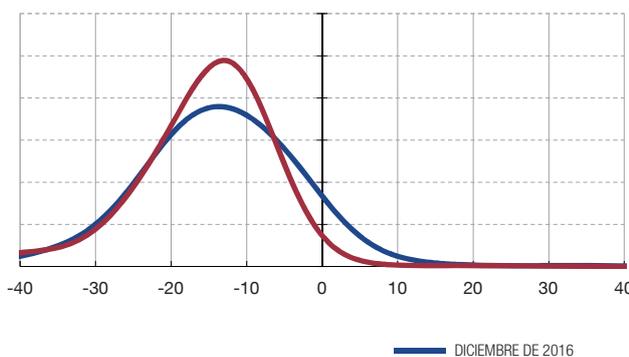
A ACTIVOS DUDOSOS. EVOLUCIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD



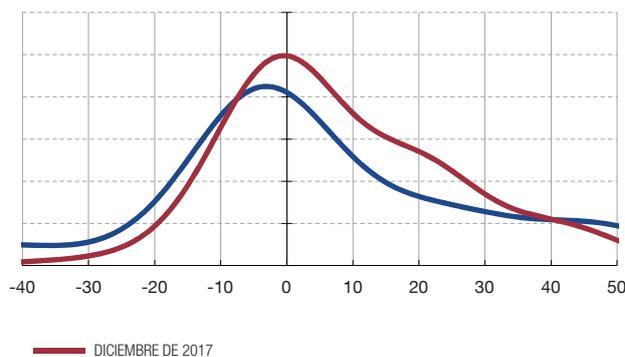
B TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR SECTORES DE ACTIVIDAD



C DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO (a)



D DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO A CONSUMO (a)

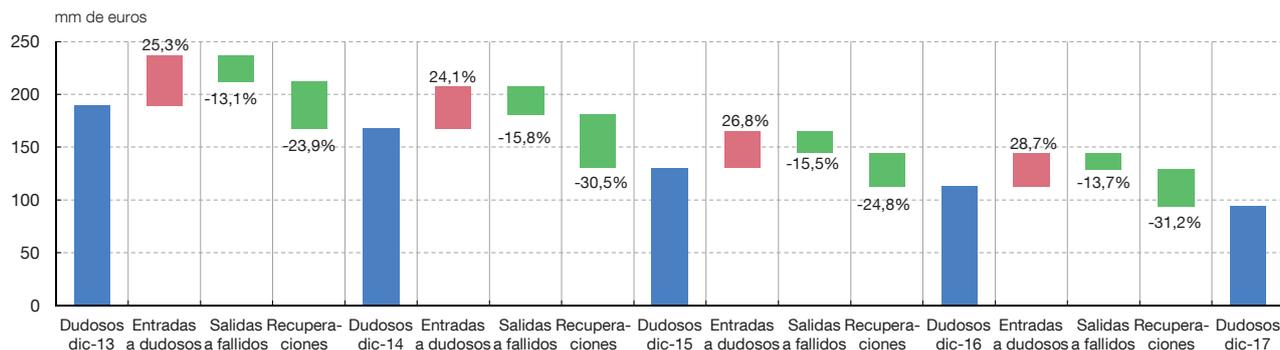


FUENTE: Banco de España.

a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de las ratios de dudosos del crédito para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el importe de crédito correspondiente a cada entidad. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

En empresas, el descenso fue mucho más importante para el sector de construcción y actividades inmobiliarias, mientras en hogares...

En cuanto a los sectores de actividad (véase gráfico 2.8.B), los dudosos descendieron de forma considerable en el de construcción y actividades inmobiliarias (-30,6% en tasa interanual en diciembre de 2017, frente al descenso del 16,2% observado en 2016), y de forma más moderada en el resto de sectores no financieros considerados en su conjunto (-9% en diciembre de 2017 frente a -18,6% en diciembre de 2016). Por su parte, dentro del crédito a hogares, los activos dudosos del crédito otorgado para adquisición



FUENTE: Banco de España.

a Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de dudosos al principio del periodo. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal, adjudicados o posibles ventas de la cartera de dudosos a terceros.

...descendieron en adquisición de vivienda, pero en menor medida que el año pasado, y en el resto del crédito a hogares, distinto de la adquisición de vivienda, los dudosos aumentaron un 1,1 %

de vivienda descendieron un 4,4 % en tasa interanual en diciembre de 2017, una magnitud algo inferior a la registrada un año antes (-5 %). En cuanto a los dudosos del resto del crédito concedido a hogares, fundamentalmente —pero no solo— operaciones destinadas a consumo, estos se incrementaron en un 1,1 % frente al volumen del año anterior, lo que supone una reducción en la tasa de variación con respecto a la observada durante 2016 (2,4 %), algo a destacar teniendo en cuenta que es el sector que más creció en el último año.

El descenso de los activos dudosos se produjo de forma generalizada entre entidades (véase gráfico 2.8.C). Así, con respecto a la distribución observada en 2016, se observa que en la de diciembre de 2017 las entidades están más concentradas en tasas de variación de los activos dudosos negativas. No obstante, esta evolución contrasta con el segmento de crédito a hogares distinto de adquisición de vivienda. Así, el gráfico 2.8.D recoge la distribución de la variación de los activos dudosos del crédito al consumo para las entidades de depósito. Se observa que el grueso de las entidades se ha trasladado hacia tasas de variación menos negativas o cercanas a cero en el último año, siendo positivas para muchas de ellas. La persistencia del entorno de baja rentabilidad del negocio bancario podría hacer que las entidades buscaran oportunidades de obtener rentabilidades mayores en el pasado reciente a costa de incurrir en mayores riesgos. Un mayor detalle de la evolución de los activos dudosos en el crédito a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda puede encontrarse en el Recuadro 2.1.

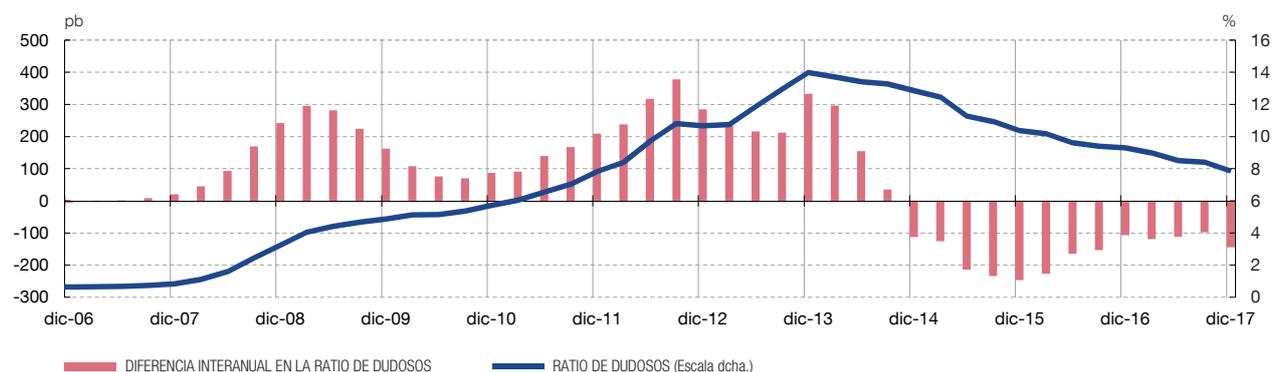
En comparación con el año anterior, en términos de importes disminuyeron las entradas en dudosos y los traspasos a fallidos y aumentaron las recuperaciones

El gráfico 2.9 recoge la evolución de los activos dudosos del sector privado residente desde diciembre de 2013 hasta diciembre de 2017, explicando las variaciones de cada periodo en función de las entradas nuevas de dudosos, de las salidas desde dudosos a fallidos y de las recuperaciones. En términos de importes, en el último año han sido clasificados como dudosos menos créditos que en el año anterior, se han producido menos salidas a fallidos y se han registrado más recuperaciones de dudosos.

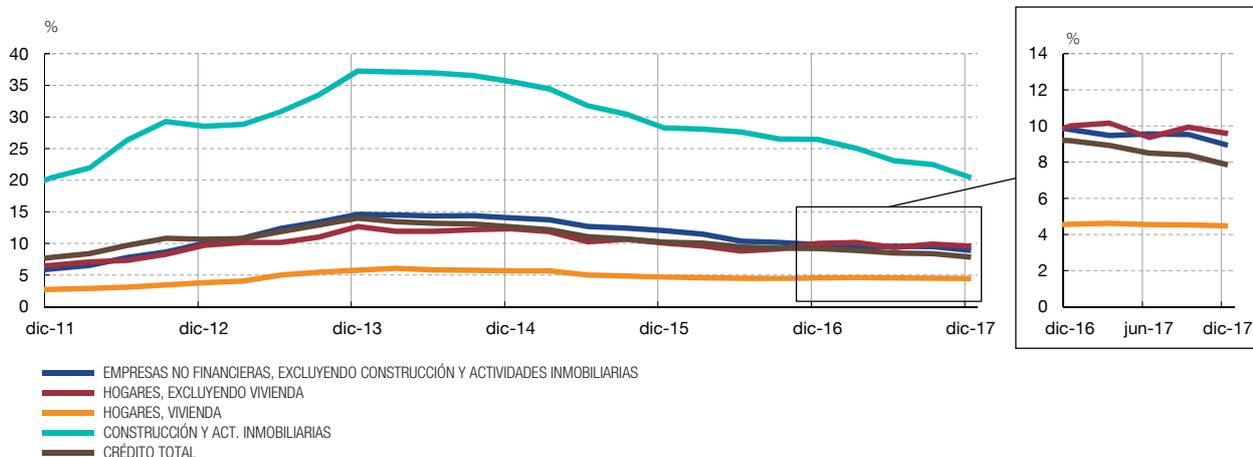
El mantenimiento del crecimiento de la economía y la gestión activa permitirá seguir disminuyendo la morosidad

En la medida en que se mantenga una senda de crecimiento en la economía como la ocurrida durante estos últimos años con una recuperación notoria en el nivel de empleo y actividad, y la gestión activa, por parte de las entidades, del stock de activos dudosos, será posible seguir observando un descenso adicional en la morosidad del negocio en España de las entidades de depósito.

A RATIO DE DUDOSOS



B RATIO DE DUDOSOS, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



FUENTE: Banco de España.

La ratio de dudosos continuó descendiendo hasta el 7,9% en diciembre de 2017

La ratio de dudosos del sector privado residente en los negocios en España continuó con la tendencia mostrada en los últimos años y descendió una vez más hasta el 7,9% en diciembre de 2017 (véase gráfico 2.10.A), fruto de la evolución a la baja de los activos dudosos en el transcurso del año y de la moderación en la caída del crédito observada durante dicho periodo. Esta ratio de dudosos es 1,3 pp más baja que la registrada en diciembre de 2016, habiéndose producido una aceleración en la caída de la ratio en comparación con la caída observada en 2016, que fue de 1 pp. Por su parte, la reducción acumulada desde el máximo de la serie (diciembre de 2013) alcanza los 6,1 pp. La ratio de dudosos correspondiente al mes de febrero de 2018 (últimos datos disponibles) se mantuvo en el 7,9%, que ajustada de provisiones (dato de diciembre de 2017) se situaría en el 4,3%.

La ratio descendió en empresas no financieras y, de forma más moderada, en hogares

Por sectores institucionales (véase gráfico 2.10.B), la ratio de dudosos se redujo tanto en sociedades no financieras como, de forma más moderada, en hogares. En el primer caso, desde el 14,9% en diciembre de 2016 hasta el 12,2% en diciembre de 2017, y en el segundo caso, desde el 5,4% hasta el 5,3%.

Dentro de hogares, se mantuvo estable la ratio del crédito para adquisición de vivienda y descendió...

En el caso del crédito a hogares, la ratio de dudosos se mantuvo estable en el último año en el crédito destinado a vivienda (4,5%), mientras en el crédito para otras finalidades se produjo un moderado descenso desde el 10% observado en diciembre de 2016 hasta el 9,6% registrado en diciembre de 2017. La ratio de dudosos del crédito

... la del resto de finalidades, mientras en empresas el descenso fue generalizado

concedido a empresas no financieras, por su parte, descendió tanto para los sectores de construcción y actividades inmobiliarias (desde el 26,5 % en diciembre de 2016 hasta el 20,4 % un año más tarde) como para el resto de sectores de actividad (hasta el 8,9 % en diciembre de 2017 frente al 9,8 % un año antes). Esta mejora ha sido fruto tanto del crecimiento del crédito (denominador de la ratio) como del menor ascenso de los dudosos (numerador).

Por tamaño de empresa, la ratio de dudosos descendió tanto para PYMEs como, especialmente, para grandes empresas. En el primer caso la reducción fue de 3,2 pp hasta el 16,8 %, mientras en el segundo la reducción fue de 2,6 pp hasta el 6,8 % observado en diciembre de 2017. El Recuadro 2.2 describe la evolución de la ratio de morosidad según el tamaño de empresa.

Los activos adjudicados se han reducido

El importe en libros bruto de activos adjudicados a diciembre de 2017 se encuentra ligeramente por encima de los 58.000 millones de euros, lo que supone una caída del 25,7 % respecto a la cifra registrada en diciembre de 2016. Adicionalmente a la salida neta de activos adjudicados que ha tenido lugar durante 2017, las principales causas que se encuentran detrás de la considerable variación ocurrida han sido, por un lado, el ajuste del importe en libros bruto de los bienes adjudicados del Banco Popular Español a su valor neto de provisiones en la fecha de su resolución y, por otro lado, ajustes de reporte.

#### 2.1.2 RIESGO SISTÉMICO

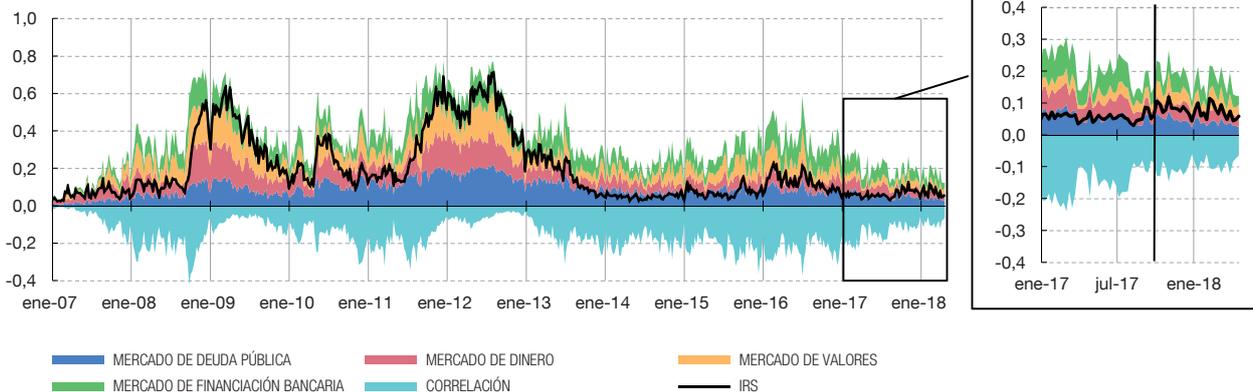
En 2017 el IRS se mantuvo en niveles contenidos, con algún repunte puntual

En líneas generales, en 2017, el indicador de riesgo sistémico (IRS), que condensa en un índice el nivel de estrés en los mercados financieros, se mantuvo en niveles reducidos. En octubre de 2017, el IRS aumentó, reflejando ciertas tensiones en los mercados financieros como consecuencia de la incertidumbre política en Cataluña, pero en noviembre ya se redujo a los niveles contenidos del resto del año (véase gráfico 2.11.A). En la primera semana de febrero de 2018 también registró un ligero repunte, debido a las bruscas correcciones de los precios y al aumento de la volatilidad de las bolsas norteamericanas y su contagio a los mercados españoles comentada en el capítulo 1 (véanse gráficos 1.1.A y 1.1.E). No obstante, el impacto fue limitado en el tiempo y actualmente el IRS ha vuelto a niveles reducidos.

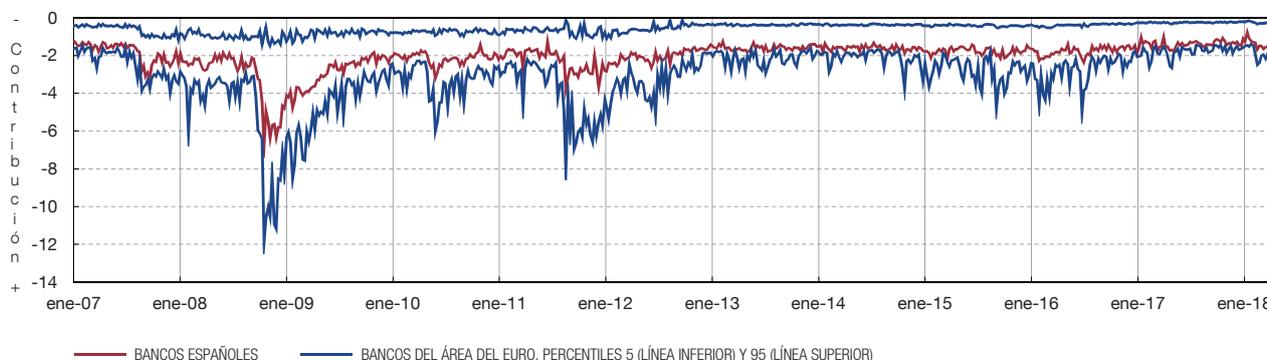
La contribución de las entidades españolas al riesgo sistémico del conjunto del área del euro se cuantifica a través de un modelo denominado *Conditional Value at Risk* (CoVaR)<sup>3</sup>. Tras los episodios de alerta sistémica alcanzados durante la crisis, el CoVaR medio de las entidades españolas continúa en niveles mucho más reducidos. En los últimos años se observan valores menos negativos en el percentil 5 % del CoVaR de las entidades del área euro, que indica una disminución de la contribución al riesgo sistémico de las entidades que venían mostrándose como más sistémicas. Esta mejoría también se puede observar para el promedio de las entidades españolas. No obstante, a la vez se ha producido un acercamiento del CoVaR medio de las entidades españolas al límite delimitado por el percentil 5 % del conjunto del área del euro. Esto indica que la contribución al riesgo sistémico de las entidades españolas ha aumentado en términos relativos al resto del sistema europeo, si bien su contribución en términos absolutos se ha reducido. Desde el último IEF se observan dos repuntes puntuales que corresponden a los recientes episodios de aumentos de volatilidad en los mercados ocurridos en noviembre de 2017 y en febrero de 2018. Estos episodios parecen haber afectado principalmente a los bancos del área del euro.

<sup>3</sup> Para una explicación del modelo CoVaR, véase IEF de mayo de 2015.

A INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO (IRS) (a)



B CONTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS ESPAÑOLES AL RIESGO SISTÉMICO MEDIDO A TRAVÉS DEL COVAR (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.
- b A través del modelo CoVaR se calcula el impacto que produciría una situación de estrés en una entidad sobre el sistema financiero. La muestra utilizada en el cálculo del CoVaR comprende un total de 33 entidades españolas y del área del euro cotizadas.

2.1.3 RIESGO DE FINANCIACIÓN

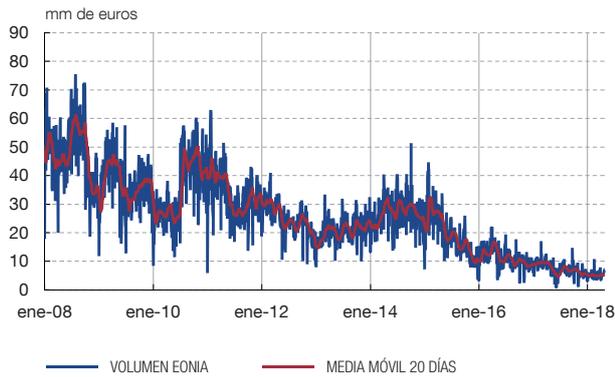
En los últimos seis meses, los mercados monetarios interbancarios del área del euro han seguido mostrando una actividad muy reducida, debido, en gran medida, a la política monetaria del Eurosistema

En los últimos seis meses, los mercados monetarios interbancarios del área del euro han seguido mostrando una actividad muy reducida, particularmente en el segmento no garantizado. El gráfico 2.12.A muestra la evolución del volumen de contratación del Eonia, que se mantiene desde mediados de 2016 en niveles históricamente muy bajos y con una tendencia ligeramente decreciente. De forma similar, la actividad en el mercado interbancario español sigue registrando volúmenes muy bajos.

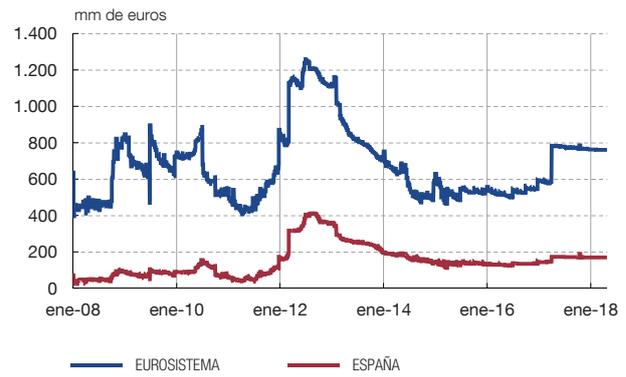
La reducida negociación en los mercados interbancarios viene explicada en buena medida por el exceso de liquidez en el que está operando el sistema bancario del área del euro que, a su vez, está causado por la ejecución de la política monetaria. En efecto, el volumen de liquidez inyectado por el Eurosistema, que se situaba a mediados de abril en 3.251 mm de euros, proviene de los programas de compras de activos (2.490 mm de euros) y de las operaciones de refinanciación (761 mm de euros). La evolución de estas vías de provisión de liquidez del Eurosistema puede observarse en el gráfico 2.12.C.

A medida que ha ido avanzando el programa de compras, se ha ido reduciendo la importancia relativa de las operaciones de préstamo. De estas últimas, el grueso de la financiación, 739 mm de euros, corresponde a la serie de cuatro operaciones TLTRO-II, operaciones

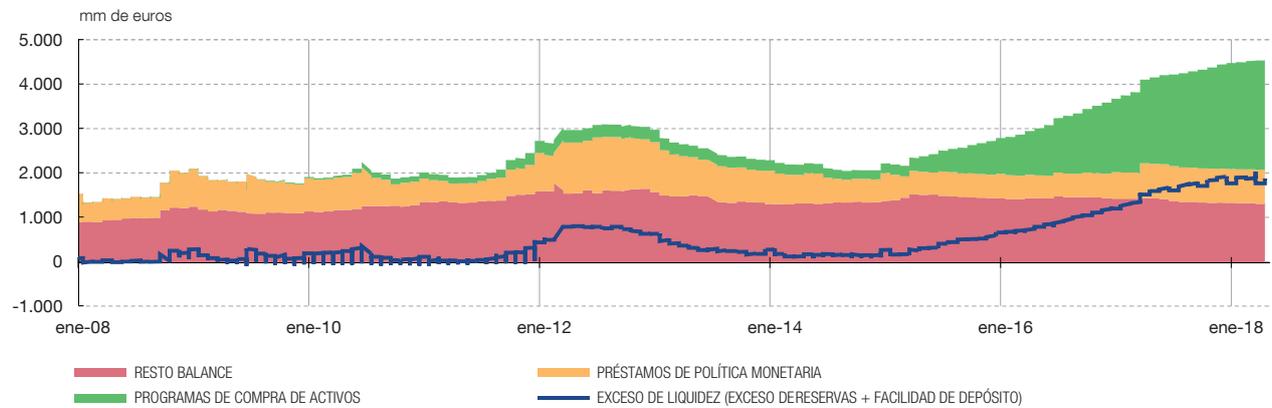
A VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DEL EONIA



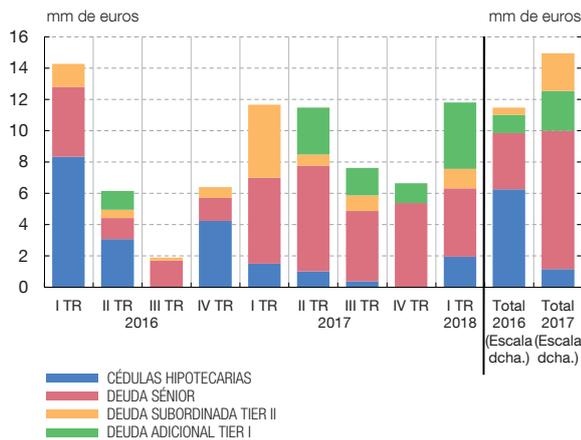
B SALDO VIVO DE LAS SUBASTAS DEL EUROSISTEMA



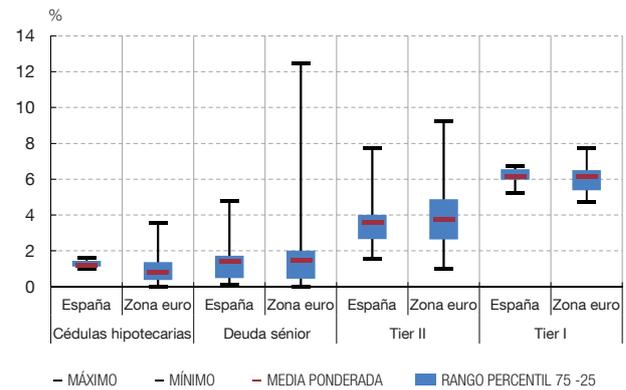
C BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



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



E COMPARATIVA EUROPEA DEL COSTE DE LAS EMISIONES EN 2017 (b)



FUENTES: Bloomberg, Dealogic y Banco de España.

- a Se incluyen emisiones de cédulas hipotecarias, deuda sénior, deuda subordinada computable como capital de nivel 2 y deuda computable como capital adicional de nivel 1. No se incluyen emisiones retenidas.
- b En el gráfico se presentan el coste máximo, el coste mínimo, el rango entre el percentil 75 y el percentil 25 y la media ponderada (por el importe de las emisiones) del coste de las emisiones, aproximado por el interés por cupón del instrumento correspondiente, realizadas por los bancos españoles y por los bancos de la zona euro en 2017.

a largo plazo con objetivo específico. Estas operaciones TLTRO-II han proporcionado a las entidades financiación a cuatro años de plazo y a un tipo de interés que dependerá, para cada entidad, de la evolución del volumen de su cartera de préstamos a empresas y familias, con exclusión de los concedidos para la adquisición de vivienda, entre febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018. El tipo aplicable podría llegar a ser tan bajo como el tipo de la facilidad de depósito (-0,4 %) mientras que el tipo máximo es el de las operaciones principales de financiación (0 %). Este incentivo, diseñado para estimular la concesión de crédito bancario a la economía real, ha podido contribuir a explicar la evolución en el crédito a familias y empresas señalada en los Recuadros 2.1 y 2.2.

El Eurosistema continúa realizando las operaciones regulares de préstamo a una semana y a tres meses, operaciones que, como anunció el BCE en octubre de 2017, seguirán ejecutándose a tipo fijo y con adjudicación plena al menos hasta el final del último período de mantenimiento de reservas requeridas correspondiente a 2019. Con ello, se asegura a las entidades un período amplio de tiempo durante el que dispondrán de toda la liquidez que soliciten.

Las entidades españolas recibían un 22 % de la liquidez proporcionada por el Eurosistema a mediados de abril

La financiación obtenida por las entidades españolas en las operaciones de préstamo ascendía a mediados de abril a 169 mm de euros, prácticamente en su totalidad conseguida en las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico, lo que representaba un 22 % de la liquidez total recibida por todas las entidades del Eurosistema (véase gráfico 2.12.B).

Las entidades españolas incrementaron su actividad emisora en 2017 en relación con el año anterior

En relación con la financiación a más largo plazo, las entidades españolas incrementaron, en términos agregados, su actividad emisora en 2017 en relación con el año anterior, siendo, en líneas generales, su actividad más intensa en la primera mitad del año. En cuanto a los instrumentos emitidos, aumentaron notablemente las emisiones de deuda sénior y se redujeron en un volumen similar las emisiones de cédulas hipotecarias (véase gráfico 2.12.D). La deuda sénior emitida en 2017 incluye la deuda sénior no preferente (*senior non-preferred*) que empezó a emitirse en el segundo trimestre de 2017 y que servirá a las entidades españolas y europeas para cumplir con los requerimientos de fondos propios y otros pasivos elegibles (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*, MREL) que se establezcan a nivel europeo para facilitar la resolución de las entidades, si llega el caso. Por su parte, tanto las emisiones de deuda computable como capital adicional del nivel 1 como las de deuda subordinada computable como capital de nivel 2, aumentaron sensiblemente en 2017, y el importe emitido en 2017 de cada tipo de deuda subordinada superó los 6 mm de euros.

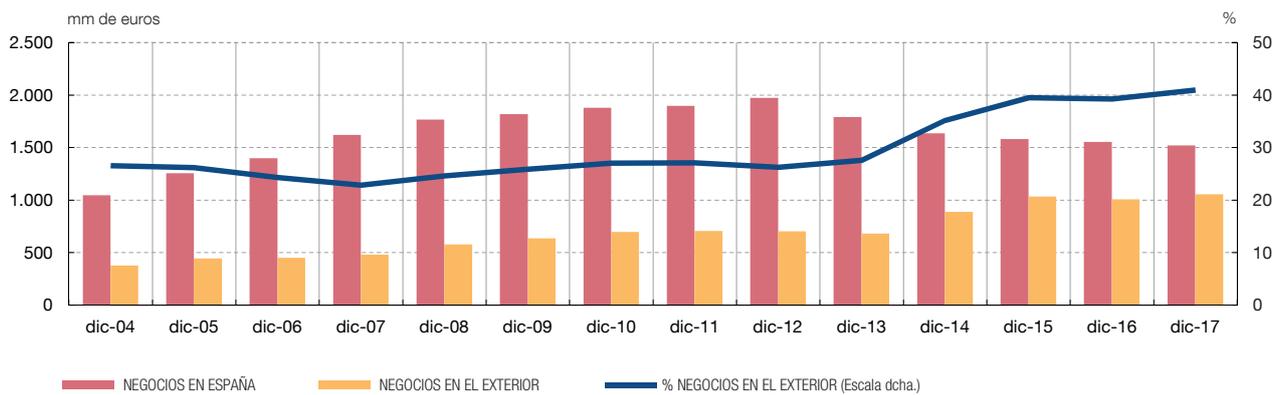
En cuanto a la rentabilidad que deben ofrecer los bancos para captar este tipo de financiación en los mercados, en el gráfico 2.12.E se observa la clara diferencia en el coste vinculado a las emisiones de deuda sénior y cédulas hipotecarias, por un lado, y a las emisiones de deuda subordinada, por otro. Además, el coste de la deuda computable como capital de nivel 1 es sensiblemente superior al de la deuda subordinada computable como capital de nivel 2. Finalmente, se observa que la rentabilidad media ofrecida por las emisiones de los bancos españoles está en línea con la proporcionada por los bancos de la zona del euro, si bien la dispersión en los tipos requeridos a nivel europeo es sensiblemente superior, probablemente porque incorpora entidades muy heterogéneas por tipo de negocio, tamaño y situación financiera.

En 2017, los depósitos totales del sector privado disminuyeron un 0,4 %...

En relación con la financiación, los depósitos del sector privado en el balance consolidado de las entidades de depósito españolas experimentaron una disminución del 0,4 % en tasa interanual, hasta alcanzar los 1.959 mm de euros en diciembre de 2017 (véase Anejo 1).

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. PASIVOS FINANCIEROS. DEPÓSITOS  
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.13

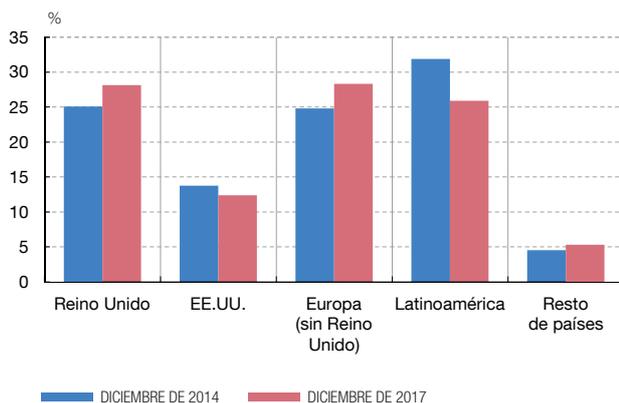


FUENTE: Banco de España.

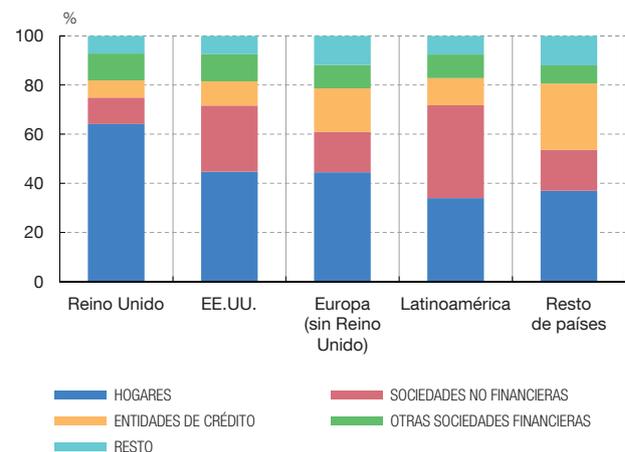
EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. DEPÓSITOS. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA  
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.14

A EVOLUCIÓN DE LA DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS  
Diciembre de 2014 y Diciembre de 2017



B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS POR CONTRAPARTE  
Diciembre de 2017

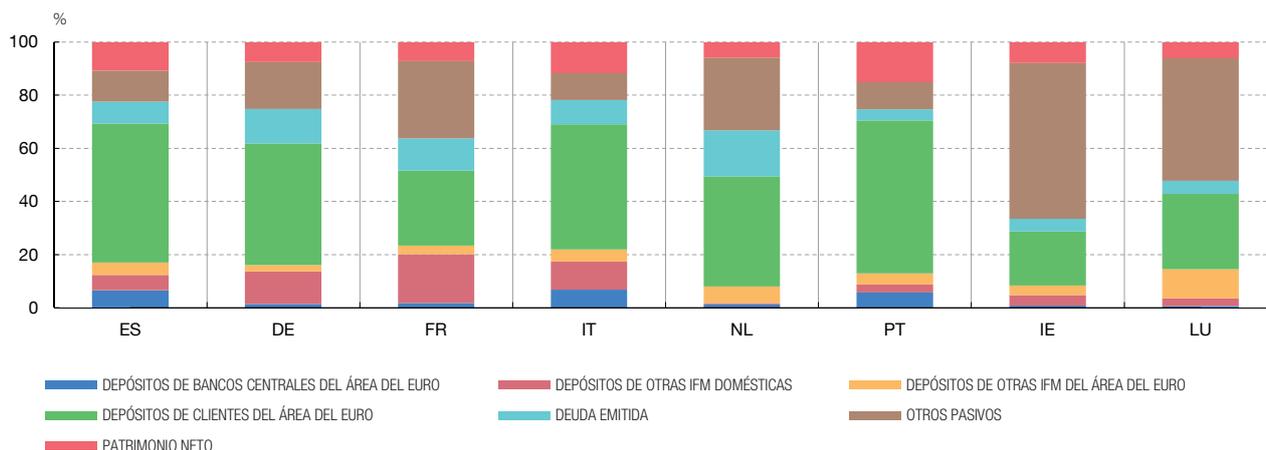


FUENTE: Banco de España.

...en tasa interanual, a pesar de la favorable evolución de los depósitos en el exterior, que aumentaron un 3,7 %

Como se observa en el gráfico 2.13, la reducción en el volumen de depósitos totales del sector privado (que incluye además de hogares a sociedades financieras y no financieras) vino motivada por la evolución en España, donde cayeron un 3,2 % en tasa interanual respecto al mismo mes del año anterior, mientras que los depósitos en el exterior aumentaron un 3,7 %.

El gráfico 2.14.A, muestra la evolución de la distribución geográfica de los depósitos entre 2014 y 2017. Con carácter general, no se han producido cambios estructurales en la distribución de los depósitos procedentes de las distintas áreas geográficas con presencia de las entidades de depósito españolas, aunque es significativa la reducción de 6 pp en el porcentaje que representan los depósitos en Latinoamérica, hasta situarse en el 25,9 % (en línea con la disminución en el volumen de préstamos mencionada anteriormente). Asimismo, destaca el aumento de los depósitos en Reino Unido y el resto de Europa, que han pasado del 25,1 % y 24,8 % en diciembre de 2014 al 28,1 % y 28,3 % en diciembre de 2017, respectivamente.



FUENTE: Banco Central Europeo.

En Reino Unido destaca la importancia de la financiación de hogares, en consonancia con el crédito destinado a este segmento que, como se ha apuntado anteriormente, es predominante en Reino Unido. La financiación de hogares es también preponderante, aunque en menor medida, en EE.UU. y el resto de Europa. En Latinoamérica, la proporción de la financiación de hogares y de sociedades no financieras es más equilibrada (véase el gráfico 2.14.B).

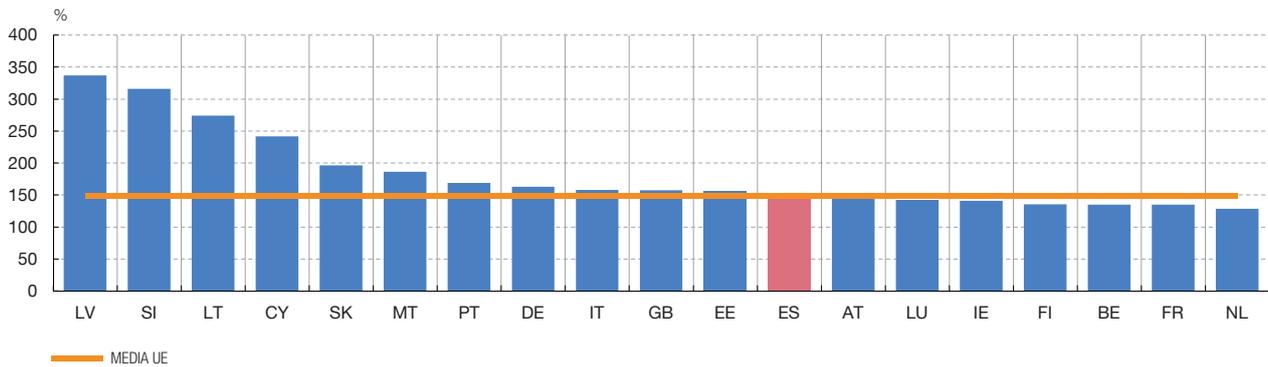
En España, la principal fuente de financiación de las IFM son los depósitos de clientes, aunque el patrimonio neto y los depósitos de bancos centrales destacan por su mayor relevancia en relación con otros países europeos

Los datos que el Banco Central Europeo publica mensualmente en su base de datos de balances individuales permiten comparar la evolución de la estructura de financiación de las instituciones financieras monetarias (IFM) de los distintos países del área del euro. El gráfico 2.15 muestra la estructura de financiación de las IFM en diciembre de 2017. En el caso de las entidades españolas, destaca la financiación procedente de depósitos de clientes del área del euro, que a cierre de 2017 representaba un 52,3 % del total, entre las más altas de los países considerados. También el patrimonio neto de las entidades españolas (10,8 %) y los depósitos de bancos centrales (6,5 %) destacan por tener un papel más relevante que en la mayoría de los países analizados.

En términos generales para el conjunto de países analizados, se observa que la estructura de financiación de las IFM es relativamente similar, aunque con algunas notables excepciones. Como en España, la principal fuente de financiación en la mayoría de países son los depósitos de clientes del área del euro, excepto en Irlanda y Luxemburgo, donde los depósitos de clientes de fuera del área del euro (que se incluyen en otros pasivos) son muy importantes. Por su parte, en Francia, y, en menor medida, en Alemania, los depósitos de otras IFM domésticas son relativamente significativos. En Holanda, las emisiones de deuda son una fuente de financiación importante para las entidades, mientras que en España, Italia y Portugal, los depósitos de bancos centrales del área del euro juegan un papel más relevante que en el resto de países del área del euro. En definitiva, el tipo de negocio orientado al mercado minorista, mayorista o al mercado de capitales, y en menor medida la crisis financiera experimentada explican la estrategia de financiación diferente entre países de la unión bancaria.

La ratio de cobertura de liquidez de las entidades...

La ratio de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR por sus siglas en inglés) informa sobre la capacidad de las entidades para hacer frente a eventuales tensiones



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a No incluye Grecia.

... españolas se situaba en el 151,1 % a cierre de 2017, superando ligeramente a la media europea y significativamente por encima del mínimo requerido

de liquidez durante un periodo de 30 días. Como se observa en el gráfico 2.16, en diciembre de 2017 la ratio LCR del conjunto de entidades europeas analizadas se situaba en el 148,5 %, muy por encima del umbral del 100 % exigido a partir de 2018. El análisis por países revela también ratios significativamente por encima del mínimo requerido en el conjunto de países analizados, situándose el conjunto de entidades españolas ligeramente por encima de la media europea, con una ratio del 151,1 %. En definitiva, este análisis pone de manifiesto la disponibilidad de activos líquidos de alta calidad por parte de las entidades para hacer frente a las salidas netas de efectivo que pudieran ocurrir en un escenario de estrés de liquidez.

Los depósitos minoristas en España aumentaron un 2,8 %, incrementándose los depósitos a la vista y reduciéndose los constituidos a plazo

Los depósitos minoristas captados por las entidades de depósito españolas correspondientes a hogares y sociedades no financieras, analizados a través de los datos procedentes de los estados financieros individuales, negocios en España, aumentaron en diciembre de 2017 un 2,8 % en comparación con el mismo mes del año anterior (véase gráfico 2.17.A). Dicha tasa es similar a la observada en diciembre de 2016 y, en general, a las mostradas desde mediados de 2015, cuando se inició una fase de recuperación de los depósitos de hogares y sociedades no financieras a pesar de la tendencia a la baja en los tipos de interés. Debido a la baja rentabilidad de los depósitos, ha continuado observándose la sustitución de depósitos a plazo por otros a la vista (véase gráfico 2.17.B), habiendo descendido los primeros un 24 % en tasa interanual en 2017 y habiéndose incrementado los segundos un 15 % en el mismo periodo.

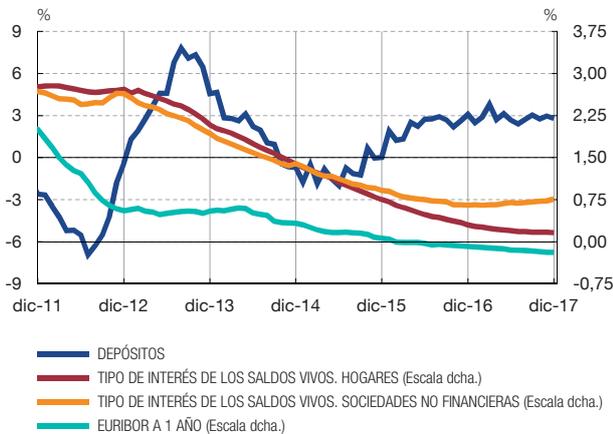
Se ha producido una reducción adicional de la ratio crédito/depósitos

La evolución a la baja del crédito, si bien de forma cada vez más moderada, y la recuperación de los depósitos del sector privado residente en los últimos años han permitido una reducción constante y muy importante de la ratio crédito/depósitos en los últimos años, que también ha continuado observándose en 2017. Dicha ratio está prácticamente en la mitad del valor mostrado en octubre de 2007, cuando se registró el máximo en toda la serie (véase gráfico 2.17.C).

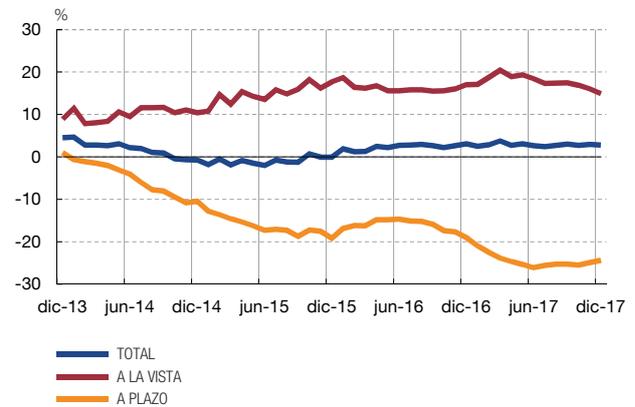
El patrimonio de los fondos de inversión continuó con su tendencia creciente iniciada a finales de 2012

En 2017, en un contexto de baja rentabilidad del activo, el patrimonio de los fondos de inversión continuó con su tendencia creciente iniciada a finales de 2012, de modo que ya son cinco años los que lleva aumentando el volumen de los fondos de inversión en España. En particular, a lo largo de 2017, el patrimonio de los fondos se incrementó en más de 27 mm de euros, casi un 12 % hasta los 263 mm de euros, aumento que ha continuado

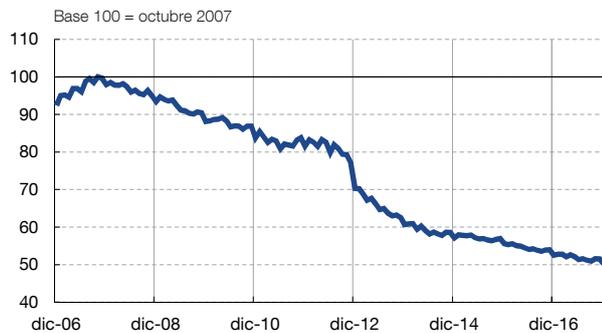
A VARIACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y TIPOS DE INTERÉS DE LOS SALDOS VIVOS



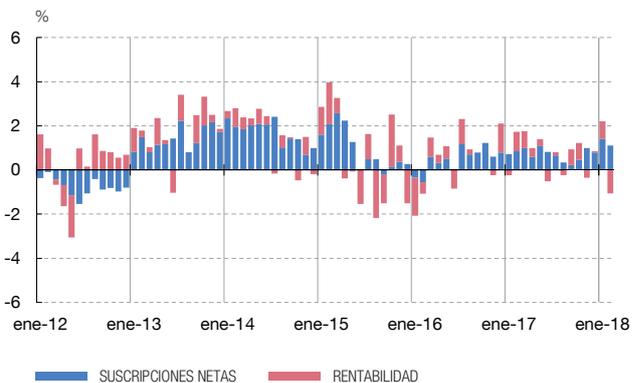
B DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



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



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



FUENTES: CNMV y Banco de España.

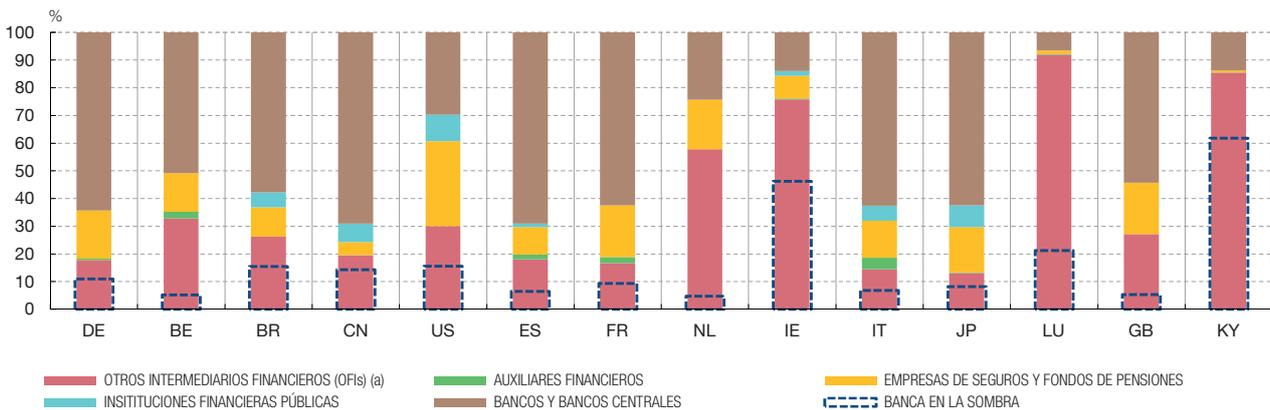
a Préstamos a hogares y sociedades no financieras netos de provisiones. Depósitos de hogares y sociedades no financieras más valores de renta fija de entidades de depósito en manos de hogares y sociedades no financieras.

en los dos primeros meses de 2018. El crecimiento se debió principalmente al aumento sostenido de las suscripciones netas (véase gráfico 2.17.D). Por su parte, la rentabilidad de los fondos también contribuyó positivamente al aumento de su importe en términos agregados, aunque en cuatro meses del año 2017 su contribución fue negativa, al igual que en febrero de 2018.

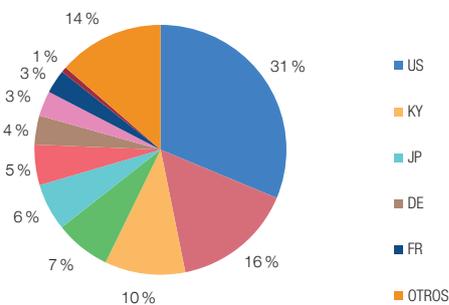
España se encuentra dentro del grupo de países avanzados con menor peso de la banca en la sombra (en torno al 6% del activo total de las instituciones financieras)

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) ha continuado progresando en su definición de banca en la sombra (*shadow banking*) y en la metodología para cuantificar su tamaño. En concreto, banca en la sombra se refiere a aquellas actividades que suponen la generación de riesgos similares a los bancarios (transformación de liquidez, de plazos, apalancamiento, etc.) pero que no están sujetos ni a regulación, ni a supervisión bancaria y carecen de acceso a la liquidez del Banco Central. A través de la definición de ciertas funciones económicas, el FSB determina qué intermediarios financieros no bancarios llevan a cabo intermediación crediticia al margen de la regulación bancaria y se consideran, por tanto, banca en la sombra. Según esta metodología común de análisis del FSB,

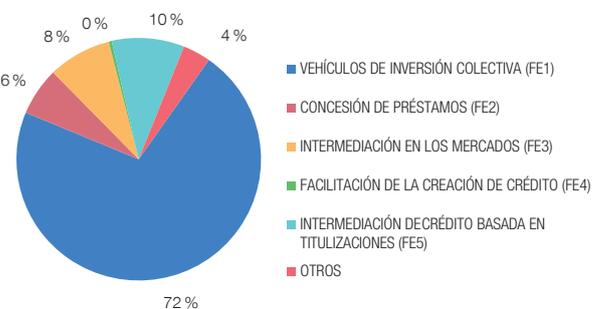
A PORCENTAJE DE ACTIVOS FINANCIEROS MANTENIDOS POR LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS



B REPARTO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE BANCA EN LA SOMBRA GLOBAL POR PAÍS (b)



C REPARTO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE BANCA EN LA SOMBRA GLOBAL POR FUNCIÓN ECONÓMICA



FUENTE: Consejo de Estabilidad Financiera.

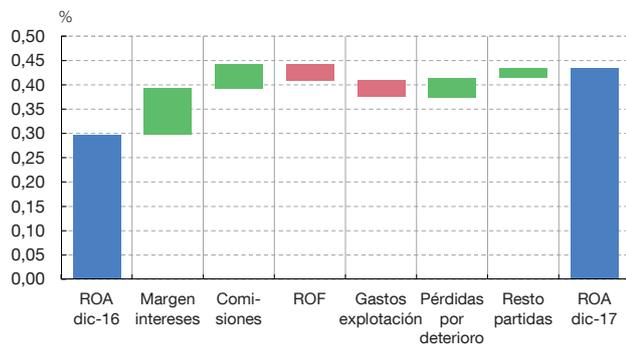
- a La categoría de OFIs incluye instituciones como fondos de inversión, fondos del mercado monetario, fondos de titulización, sociedades de valores, establecimientos financieros de crédito, sociedades y fondos de capital riesgo, sociedades de garantía recíproca, así como vehículos emisores de financiación, entre otros.
- b Se destacan aquellos países cuyos activos financieros de banca en la sombra representan al menos un 3 % del volumen global, así como España (con un peso del 0,7 %).

la banca en la sombra en España supondría en torno al 6 % del total de los activos de las instituciones financieras españolas<sup>4</sup>.

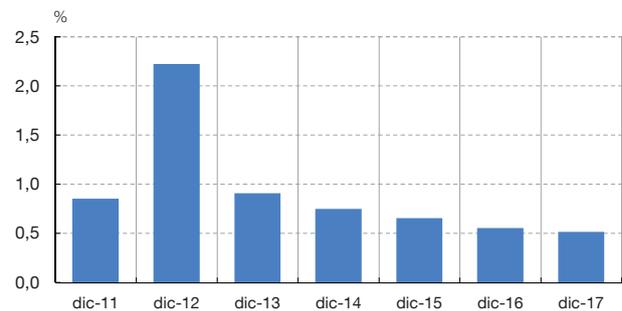
En el gráfico 2.18.A se observa la distribución por países de los activos financieros mantenidos por las diferentes instituciones financieras, así como el peso que representa la banca en la sombra. A nivel global, España aporta menos de un 0,7 % al total de los activos financieros considerados como banca en la sombra. Estas cifras ubican a España dentro del grupo de países avanzados con menor peso de la banca en la sombra (véase gráfico 2.18.B). La medida obtenida a partir de las funciones económicas consideradas se compone principalmente por activos mantenidos por determinados vehículos de inversión colectiva (véase gráfico 2.18.C) cuyo crecimiento ha determinado el incremento de la banca en la sombra en los últimos años. El tamaño relativo del sector sugiere que estas fuentes de financiación alternativas para la economía española tendrían una baja incidencia en el mercado de crédito en el corto plazo, aunque conviene seguir monitorizando su evolución y sus posibles riesgos.

4 El detalle de las Funciones Económicas (FE) identificadas por el FSB según las cuales se agrupan las entidades que realizan banca en la sombra es el siguiente: FE1 incluye la gestión de vehículos de inversión colectiva susceptibles de retiradas masivas; FE2 hace referencia a la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo; FE3 recoge la intermediación en los mercados dependiente de financiación a corto plazo; FE4 incluye la contribución a la creación de crédito, y, finalmente, FE5 se refiere a la intermediación crediticia basada en la titulización de activos y financiación de entidades financieras.

A DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO CONSOLIDADO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE EN DICIEMBRE DE 2017 CON RESPECTO A DICIEMBRE DE 2016. PORCENTAJE SOBRE ATM (a)



B PORCENTAJE SOBRE ATM DE LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO DE ACTIVOS FINANCIEROS



FUENTE: Banco de España.

a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) por parte de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de 2017 respecto a 2016.

## 2.2 Rentabilidad

El resultado consolidado de las entidades españolas en 2017 fue de 15,6 mm de euros, un 44 % superior al del año anterior. Si se incluyen las pérdidas del Banco Popular Español, el resultado se redujo respecto a 2016

Durante el año 2017, las entidades de depósito españolas en su conjunto registraron un resultado consolidado atribuido a la entidad dominante de 15.572 millones de euros (véase Anejo 2), un 44 % superior al resultado obtenido en 2016. Sin embargo, si se consideran las pérdidas de más de 12.000 millones de euros del Banco Popular Español a raíz de su resolución el 7 de junio de 2017<sup>5</sup>, el resultado final ascendería solo a 2.722 millones de euros, lo que supone un descenso de casi el 75 % respecto al resultado obtenido en 2016. En aras de evitar que el análisis de la cuenta de resultados del conjunto de entidades de depósito españolas se vea distorsionado por esta resolución, se analiza la cuenta de resultados excluyendo su efecto. El mismo principio se aplica al estudio de la rentabilidad de los negocios en España para seguir criterios homogéneos en ambos análisis.

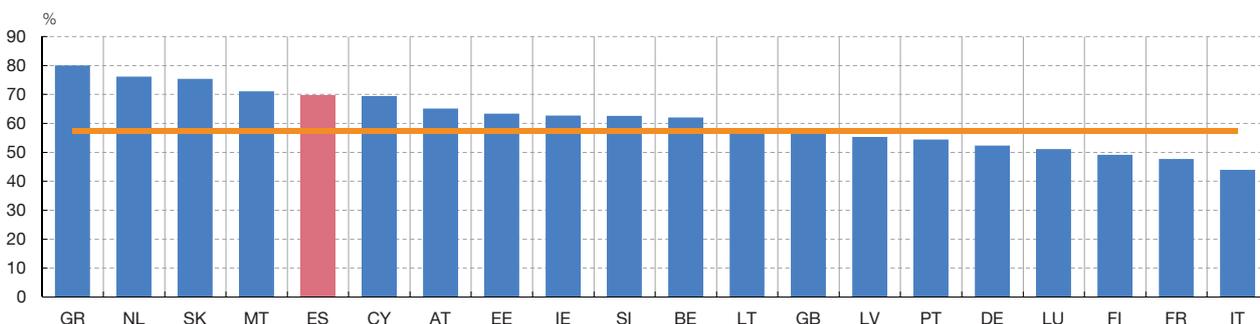
El incremento en el resultado se traduce en que la rentabilidad sobre activos (ROA) del conjunto de entidades de depósito españolas aumente casi 14 pb en el último año, desde el 0,30 % de 2016 al 0,43 % de 2017. En la misma línea, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) también aumenta, en su caso casi 1,7 pp, desde el 4,3 % de 2016 al 6 % de 2017.

Evolución favorable respecto al año anterior de los elementos de la cuenta de resultados, con excepción de los resultados de operaciones financieras y los gastos de explotación

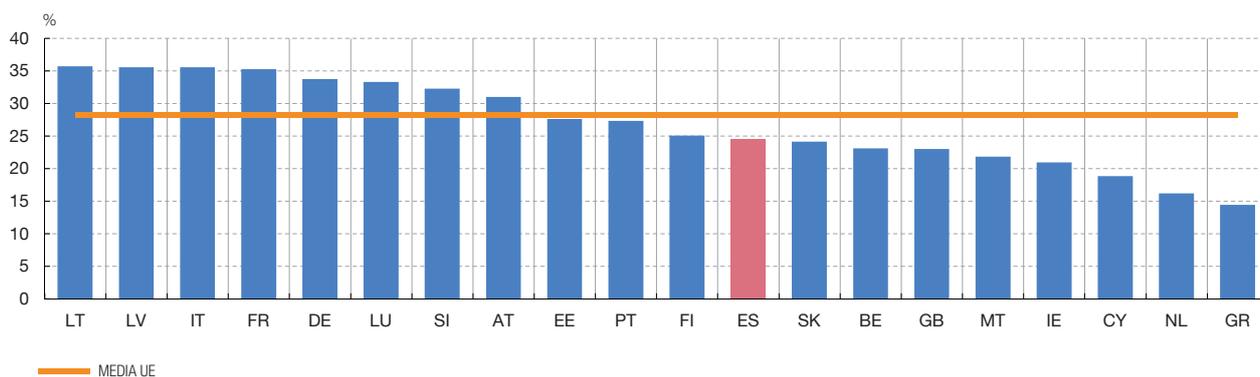
La contribución de los componentes principales de la cuenta de resultados a este aumento en el ROA entre diciembre de 2016 y diciembre de 2017 aparece desglosada en el gráfico 2.19.A. Los elementos de la cuenta de resultados tuvieron una evolución favorable respecto al año anterior, con excepción de los resultados de operaciones financieras y los gastos de explotación. En la parte alta de la cuenta de resultados, tanto el margen de intereses como las comisiones netas se incrementan respecto a 2016, y por la parte baja de la cuenta de resultados, tanto las pérdidas por deterioro de activos financieros como el resto de partidas mejoran su contribución al resultado consolidado respecto a 2016.

<sup>5</sup> Para una explicación detallada del proceso de resolución de esta entidad véase el Recuadro 2.4 del IEF de noviembre de 2017.

A MARGEN DE INTERESES SOBRE MARGEN BRUTO



B COMISIONES NETAS SOBRE MARGEN BRUTO



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

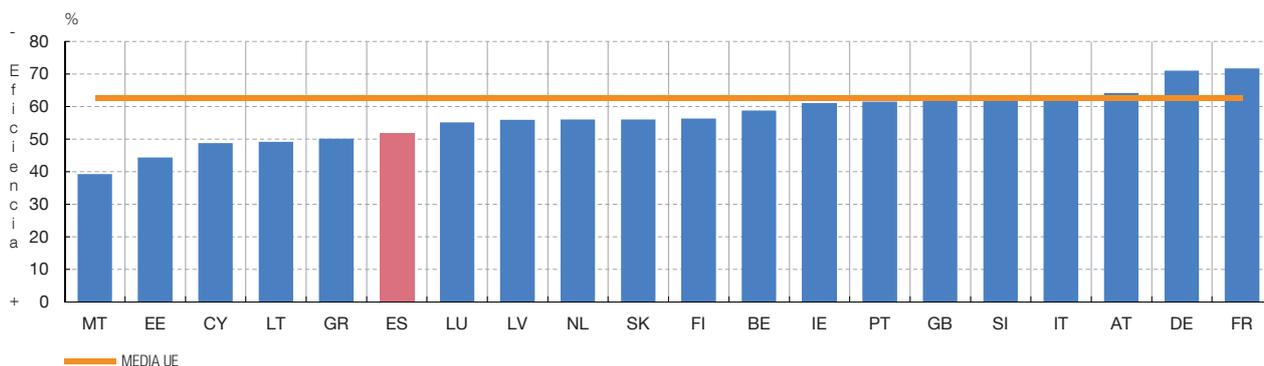
El margen de intereses creció en 2017 un 3,7 % respecto al año anterior, como resultado del continuado descenso en los costes financieros. Las comisiones netas también crecieron respecto a 2016

El margen de intereses creció en 2017 un 3,7 % respecto a 2016 como resultado del continuado descenso en los costes financieros (-10,6 %, véase Anejo 2), y pese a que los productos financieros se redujeron casi un 2 %. Este aumento del margen provoca que su peso sobre los activos totales medios (ATM) se incremente en 10 pb. De igual manera, las comisiones netas crecieron un 6 % en el último año, por lo que su peso sobre ATM aumentó en 5 pb. Por su parte, los resultados de operaciones financieras continuaron con su caída de los últimos años y redujeron su peso sobre ATM en 3 pb. Los gastos de explotación aumentaron levemente, un 0,9 % en el último año, lo que incrementó su peso sobre ATM en 3 pb. En cualquier caso, como el crecimiento del margen bruto fue superior al de los gastos de explotación, la ratio de eficiencia del sector bancario español en su conjunto, mejoró en 2017. Finalmente, las pérdidas por deterioro de activos financieros continuaron su tendencia a la baja registrada de manera ininterrumpida desde finales de 2012 (véase gráfico 2.19.B), y su peso sobre ATM se redujo en 4 pb.

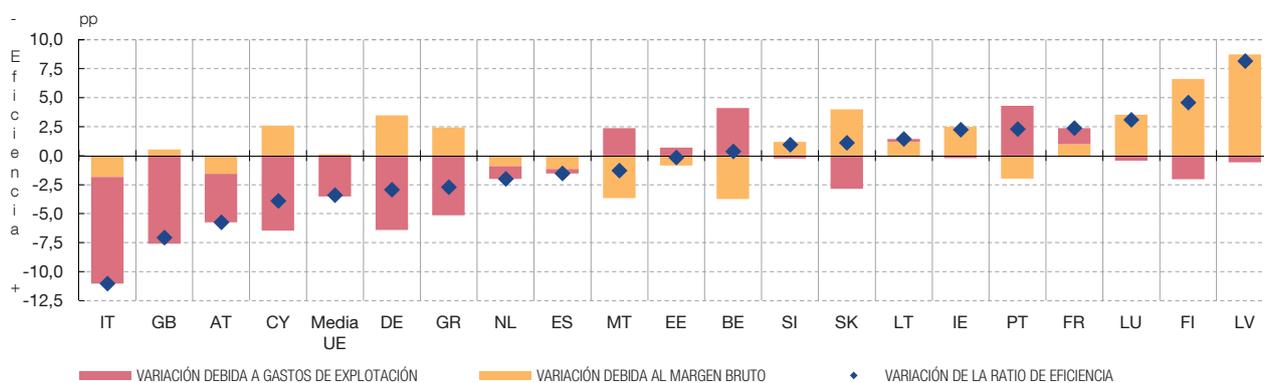
Para las entidades españolas, el margen de intereses representa un porcentaje mayor del margen bruto que la media europea, mientras que la proporción de las comisiones es menor

En el actual entorno de bajos tipos de interés en el contexto europeo, las entidades de depósito españolas han aumentado tanto su margen de intereses, gracias a su actividad en el extranjero, como sus comisiones netas, tanto por su actividad en España como por sus negocios en el extranjero fuera de la zona euro. En el gráfico 2.20 se analiza en más detalle la parte alta de la cuenta de resultados, la que mejor refleja el negocio bancario puro, en su comparativa europea. En particular, se examina el porcentaje que el margen de intereses y las comisiones representan sobre el margen bruto. Se observa que para las entidades españolas, la proporción que el margen de intereses supone sobre el margen bruto (casi el 70 %) es superior a la de las entidades de los principales países del entorno y a la media europea (57 %, véase gráfico 2.20.A). Por el contrario, el porcentaje

A RATIO DE EFICIENCIA (a)



B VARIACIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA ENTRE DICIEMBRE DE 2016 Y SEPTIEMBRE DE 2017 (b)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a La ratio de eficiencia se define como el cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto.  
 b El marcador de color azul muestra, para cada país, la variación total de la ratio de eficiencia entre diciembre de 2016 y septiembre de 2017. Las barras de color granate y amarillo muestran la parte de dicha variación que se explica por la evolución de los gastos de explotación y del margen bruto, respectivamente. Barras negativas indican una reducción de los gastos de explotación y un aumento del margen bruto entre periodos, evoluciones que resultarían en un aumento de la ratio de eficiencia.

que las comisiones netas representan sobre el margen bruto para las entidades españolas es relativamente inferior (menos del 25 %) al de los principales países europeos y a la media de la Unión Europea (28 %, véase gráfico 2.20.B).

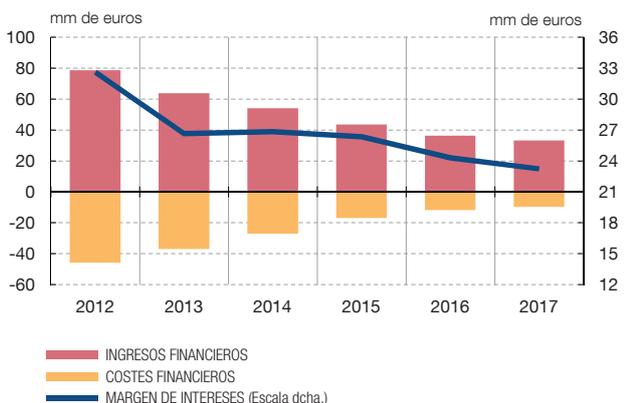
La ratio de eficiencia del sistema bancario español continúa en mejor posición que la de los principales países de nuestro entorno

Desde el punto de vista del coste de los recursos empleados para la generación de beneficios, es decir, en términos de eficiencia, el sector bancario español continúa siendo más eficiente que la media europea y que los principales países europeos. De acuerdo con los datos del Banco Central Europeo a septiembre de 2017 (últimos disponibles), mientras que la ratio de eficiencia de las entidades españolas se sitúa ligeramente por encima del 50 %; la media europea, y la ratio de los bancos italianos y británicos supera el 60 %; la de los bancos alemanes y franceses supera el 70 % (véase gráfico 2.21.A). De acuerdo con los mismos datos, entre diciembre de 2016 y septiembre de 2017, la ratio de eficiencia mejoró para las entidades españolas, principalmente como consecuencia de un aumento del margen bruto, aunque la mejora fue inferior a la registrada para el conjunto del sector europeo, y en países como Italia o Reino Unido, que redujeron de forma considerable sus gastos de explotación (véase gráfico 2.21.B).

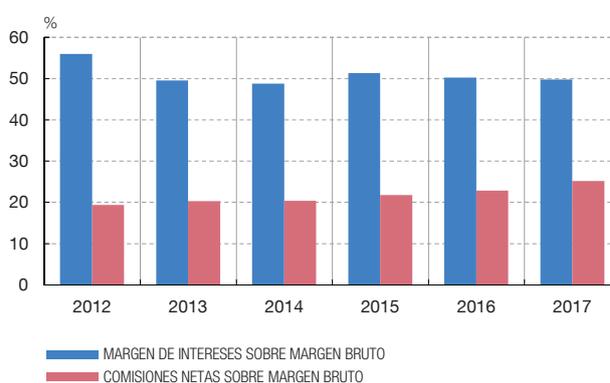
La reducción de las pérdidas por deterioro mejora...

En los negocios en España, analizados a través de los estados financieros individuales de las entidades, la rentabilidad en 2017 fue inferior a la de su actividad consolidada a nivel

A INGRESOS Y COSTES FINANCIEROS Y MARGEN DE INTERESES



B MARGEN DE INTERESES Y COMISIONES NETAS SOBRE MARGEN BRUTO



FUENTE: Banco de España.

...el resultado de los negocios en España en 2017...

global, aunque ésta mejoró respecto al año 2016. En particular, el ROA de los negocios en España aumentó del 0,25 % en diciembre de 2016 al 0,35 % en diciembre de 2017. El principal motivo detrás de esta mejora es la reducción de las pérdidas por deterioro de activos financieros, que disminuyeron más del 20 % en el último año<sup>6</sup>.

...pese a que el margen de intereses cayó casi un 7 %

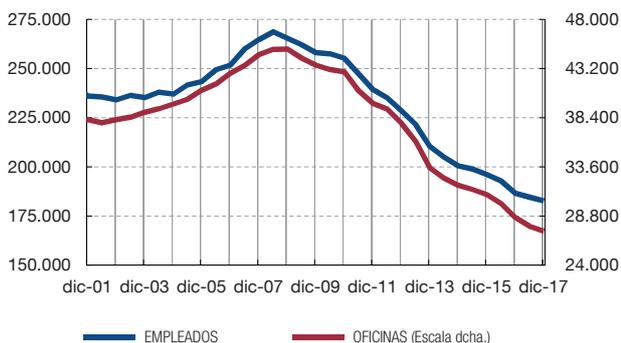
Por el contrario, el margen de intereses de la actividad en España cayó casi un 7 % como consecuencia de que los ingresos financieros se redujeron en mayor medida que los costes financieros. En el gráfico 2.22.A se observa cómo tanto los ingresos y los costes financieros como el margen de intereses se han ido reduciendo progresivamente en la actividad en España en los últimos cinco años. En contraste con la caída del margen de intereses, las comisiones netas se incrementaron más del 5 % en los negocios en España en el último año.

En línea con el análisis de la parte alta de la cuenta de resultados en la comparativa europea, en el gráfico 2.22.B se presenta la evolución en los últimos años del porcentaje que el margen de intereses y las comisiones netas representan sobre el margen bruto en los negocios en España. En primer lugar se observa que la relevancia del margen de intereses en la actividad doméstica, que supone alrededor de la mitad del margen bruto, es menor que en la actividad consolidada global (casi el 70 % comentado anteriormente). Esto muestra la mayor importancia del margen de intereses para las entidades españolas en su negocio internacional como generador de beneficios. Por su parte, la proporción que representan las comisiones netas sobre el margen bruto es muy similar en la actividad doméstica e internacional, alrededor del 25 %. En cuanto a la evolución temporal, en el gráfico 2.22.B se observa que en los últimos cinco años se ha producido un descenso de la proporción del margen de intereses sobre margen bruto (desde el 56 % de 2012 al 50 % de 2017), y un aumento de la proporción de las comisiones netas (desde el 19 % de 2012 al 25 % de 2017).

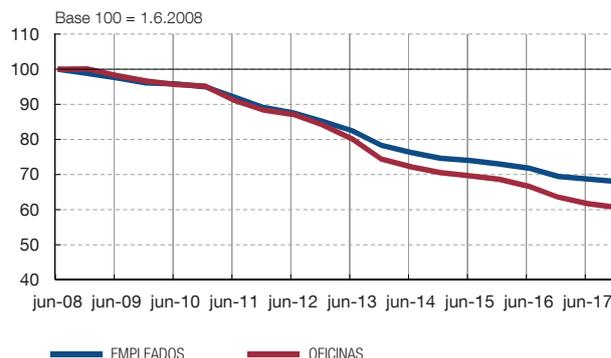
Siguiendo la tendencia observada en los últimos años, los gastos de explotación se redujeron más de un 2 % en el último año, en el contexto del proceso de ajuste de capacidad mediante la reducción de empleados y oficinas en España (véase gráfico 2.23.A).

<sup>6</sup> Si se tuvieran en cuenta las provisiones del Banco Popular Español en el primer semestre de 2017, las pérdidas por deterioro de activos financieros del conjunto del sector se habrían incrementado un 8,1 % respecto al año anterior.

A EMPLEADOS Y OFICINAS. 2001 - 2017



B EMPLEADOS Y OFICINAS. 2008 - 2017



FUENTE: Banco de España.

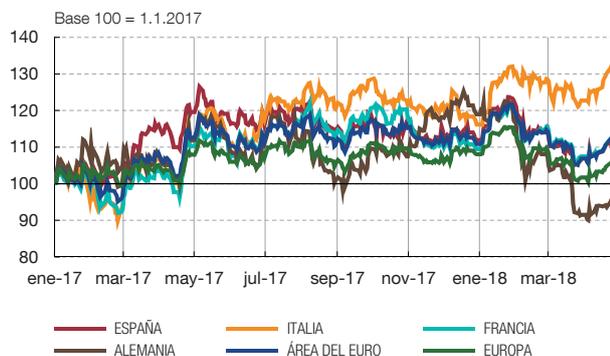
El descenso acumulado en diciembre de 2017 en el número de empleados se sitúa en el 32 % desde su máximo en junio de 2008, mientras que el cierre de oficinas supera el 39 % desde su máximo en diciembre de 2008 (véase gráfico 2.23.B). Adicionalmente, los procesos de consolidación que han tenido lugar durante el año 2017 deberían contribuir a mejorar la eficiencia a medio plazo del sistema bancario español.

El fenómeno *fintech* ofrece oportunidades a las entidades y aumenta su competencia, por lo que supone un reto para la banca tradicional

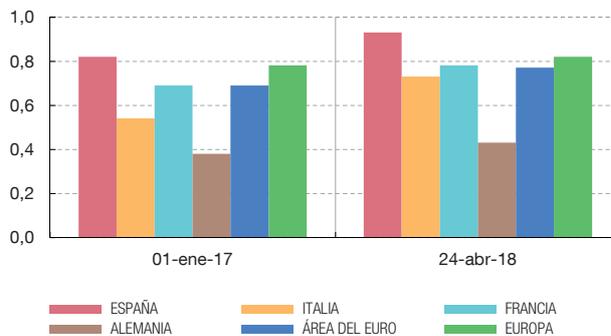
Finalmente, como se ha comentado en IEF anteriores, no se puede obviar el reto que supone para el negocio de las entidades de depósito el proceso de innovación financiera mediante el desarrollo de nuevos productos, servicios e intermediarios. Este fenómeno denominado *fintech*, para poner de manifiesto la relevancia del componente tecnológico en este proceso, ofrece oportunidades a las entidades para ampliar su oferta o incrementar su eficacia (mediante, por ejemplo, la reducción de los costes o el tiempo asociados a las transacciones y a la obtención de información), asimismo, aumenta la competencia en el sector financiero, extendiendo el conjunto de proveedores potenciales de los distintos tipos de productos y servicios financieros, lo que supone un desafío para la banca tradicional. En este sentido, el Recuadro 2.4 examina en detalle el fenómeno de los criptoactivos y sus potenciales implicaciones para la estabilidad financiera, la protección del consumidor y la integridad de los mercados.

INFORMACIÓN DE MERCADO  
Comparación europea

A EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES DEL SECTOR BANCARIO



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



FUENTE: Datastream.

Los criptoactivos pueden definirse como una categoría de activos virtuales de naturaleza privada que se apoyan, principalmente, en el uso combinado de técnicas criptográficas y de la tecnología de los registros distribuidos DLT (*Distributed Ledger Technology*). Se trata de un concepto amplio bajo el que se pueden diferenciar dos grandes familias: aquellas iniciativas que han sido concebidas para ser empleadas en operaciones de pago y los denominados *tokens* (vales) digitales. Los primeros son generalmente conocidos como «criptomonedas» (aunque en realidad no reúnen las características asociadas al dinero), mientras que los segundos son una representación digital de valor que suelen emitirse con el fin de obtener financiación y confieren a su poseedor el derecho a recibir una remuneración económica o en especie, o bien a ejercer ciertos derechos.

En el ámbito público, se ha abierto también un debate sobre la creación de dinero virtual emitido directamente por los bancos centrales (véase el informe del Banco de Pagos Internacionales —BIS, en sus siglas en inglés— titulado «*Central Bank Digital Currencies*» de marzo de 2018).

Inicialmente, los criptoactivos surgieron con el objetivo de ser empleados como medio de intercambio contra la recepción de bienes y servicios, en su mayoría digitales, por acuerdo voluntario de acreedores y deudores. La tecnología DLT subyacente a este tipo de activos virtuales permite el envío de pagos de manera descentralizada, es decir, sin la existencia de intermediarios financieros ni de los habituales mecanismos de compensación y liquidación empleados en los actuales sistemas de pago. En ocasiones, la eliminación de intermediarios ha favorecido que se comiencen a utilizar estos instrumentos como medio de intercambio en ciertos casos de uso como, por ejemplo, para efectuar pagos transfronterizos.

Adicionalmente, la posibilidad de negociación de los criptoactivos en determinadas plataformas de intercambio ha propiciado que, con el paso del tiempo, su atractivo como vehículo de inversión haya despertado un mayor interés. Al mismo tiempo, algunas de las características de los mercados en los que se negocian (v.g. poca profundidad, falta de transparencia en los mecanismos de formación de los precios, elevada concentración) explican su elevada volatilidad. En el caso concreto del *Bitcoin*, quizá el más popular de estos productos, la volatilidad en 2017 fue del 94,28 %, muy superior a la de otros activos tradicionales, como el petróleo o el oro, del 26,18 % y 10,97 %, respectivamente<sup>1</sup>.

Desde la aparición precisamente del *Bitcoin* en el año 2009, el número de criptoactivos del primer tipo ha ido creciendo hasta alcanzar más de 900 iniciativas que suponen una capitalización cercana a los 300 miles de millones de dólares<sup>2</sup>. No obstante, de todos ellos, cinco concentran más del 80 % del mercado. La ausencia de datos sobre la desagregación por tipo de transacciones dificulta conocer el peso efectivo de los criptoactivos como medio de intercambio. De modo agregado, en el caso del *Bitcoin*,

el número medio de transacciones diarias en 2016 fue de aproximadamente 264.000<sup>3</sup> a nivel mundial, frente a los 334 millones de pagos minoristas efectuados solamente en la UE. Por su parte, las transacciones de pago en *Ripple*, plataforma empleada principalmente para los pagos transfronterizos, representan entre el 3 % y el 4 % de las transacciones totales<sup>4</sup>. Todo parece indicar, por tanto, que el papel de estos instrumentos como medio de intercambio es muy limitado y su popularidad proviene, fundamentalmente, de su carácter especulativo como activo de inversión.

En cuanto a la segunda de las categorías de criptoactivos, los *tokens* o vales digitales, se trata de un fenómeno más reciente que empezó a cobrar importancia en 2017. Inicialmente, los *tokens* digitales comenzaron a emplearse para la programación de contratos inteligentes (*smart contracts*), ejecutados mediante el empleo de la tecnología de DLT. De manera simplificada, estos contratos se basan en un código o protocolo informático que facilita la verificación y la ejecución del acuerdo subyacente de forma automatizada, sin necesidad de intermediarios.

Una de las aplicaciones posteriores más destacadas de estos criptoactivos son las ICOs (*Initial Coin Offerings*), mecanismos de emisión de *tokens* digitales para que empresas y particulares obtengan fondos con los que financiar proyectos de inversión, a cambio de proporcionar a su tenedor un futuro rendimiento económico (*security tokens*), percibir bienes o servicios que constituyen el objeto del proyecto empresarial o ejercer una serie de derechos no económicos, como por ejemplo el derecho de voto (*utility tokens*). La emisión de los *tokens* se produce contra la recepción de moneda de curso legal o de otros criptoactivos, y generalmente pueden ser negociados en las plataformas de intercambio. En la actualidad, existe una gran heterogeneidad en estas emisiones, dadas las características y objetivos de los proyectos sobre los cuales se sustentan.

El mercado de estos *tokens* digitales ha crecido de forma más rápida que el anterior, elevándose en poco tiempo a más de 600 iniciativas, con una capitalización de 34 mm de dólares<sup>5</sup> y una menor concentración de tenedores.

Tal y como indicábamos, los criptoactivos no pueden ser económicamente considerados como dinero al no cumplir con sus tres funciones básicas: depósito de valor, unidad de cuenta y medio de intercambio. Solo pueden emplearse como contraprestación por la recepción de bienes y servicios en casos limitados concretos

1 Bloomberg y coinmarketcap.com.

2 <https://coinmarketcap.com/es/>

3 Esta cifra se eleva hasta 1.136.210 entre enero y marzo de 2018.

4 <https://xrpcharts.ripple.com/#/metrics>

5 No obstante, cerca del 20 % de los *tokens* no registran capitalización bursátil.

y la elevada variabilidad de sus precios imposibilita su empleo como depósito de valor a lo largo del tiempo y como unidad numérica estándar de valoración. Hay que recordar que a diferencia de las monedas y billetes de curso legal, los criptoactivos no están respaldados por un banco central o autoridad pública y no pueden considerarse como medio de pago por no tratarse de un activo universalmente aceptado.

Sin menoscabo de los potenciales beneficios que los criptoactivos, y en particular su tecnología subyacente, pueden aportar al sistema financiero, estos presentan una serie de riesgos que están siendo objeto de especial atención por parte de las autoridades públicas a nivel mundial. Por una parte, la elevada volatilidad del mercado expone a los tenedores de criptoactivos a fuertes variaciones en sus posiciones, convirtiéndolos en inversiones altamente especulativas. La falta de liquidez en estos mercados puede además dificultar la conversión de los criptoactivos por moneda de curso legal en un momento determinado. Adicionalmente, su fuerte dependencia de tecnologías poco consolidadas no excluye la posibilidad de fallos operativos y amenazas cibernéticas que podrían suponer indisponibilidad temporal o, en casos extremos, pérdida total de las cantidades invertidas. Por otro lado, el anonimato que caracteriza a las transacciones realizadas con criptoactivos hace que su uso sea especialmente atractivo para actividades ilícitas e ilegales, tales como el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo.

A la vista de los riesgos existentes y de los desarrollos actuales en estos mercados, las autoridades están analizando las posibles implicaciones de los criptoactivos privados sobre el sistema

financiero. Organismos como el Comité de Estabilidad Financiera (FSB), el BIS o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) están llevando a cabo un importante esfuerzo en este ámbito. Por el momento, el impacto de los criptoactivos sobre la estabilidad financiera mundial se considera limitado en atención a su alcance y escala<sup>6</sup>, si bien, dado el dinamismo del crecimiento de estos productos, es recomendable un seguimiento continuado de este fenómeno. No obstante, existen otros riesgos que también deben ser tenidos en cuenta, y en concreto, los ejes prioritarios de las actuaciones se están centrando en la protección de los usuarios de servicios financieros y la integridad del mercado. Así, destacan las advertencias y comunicados dirigidos a alertar a inversores y usuarios de servicios financieros sobre los riesgos derivados del uso de los criptoactivos y de los productos financieros relacionados con los mismos<sup>7</sup>. También se están adoptando medidas regulatorias en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, mediante la extensión de los requerimientos del marco actual a otros actores como, por ejemplo, las plataformas de intercambio y los proveedores de carteras digitales<sup>8</sup>.

6 Véase sección primera de la carta del Presidente del FSB al G20 de 13 de marzo de 2018 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P180318.pdf>).

7 En el caso de España, por ejemplo, véase el comunicado conjunto de la CNMV y del Banco de España sobre «criptomonedas» y «ofertas iniciales de criptomonedas» (ICOs), de 8 de febrero de 2018.

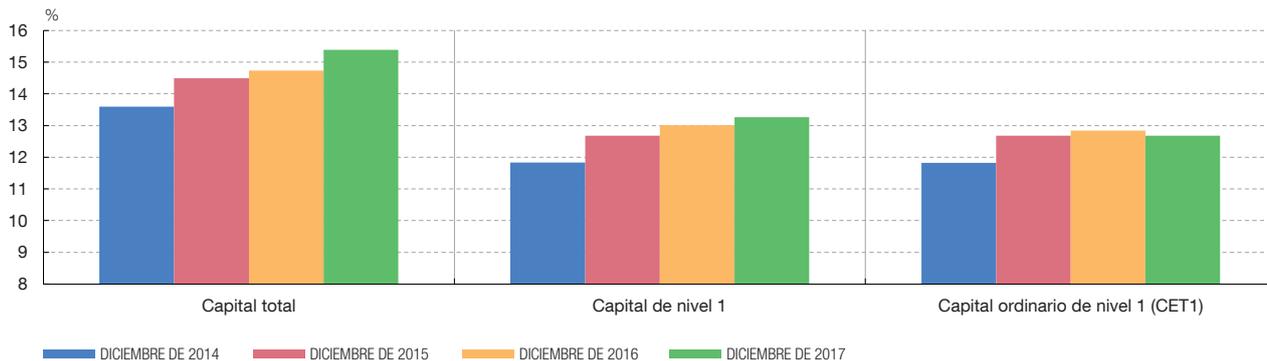
8 En la UE se espera la publicación de la modificación de la Directiva (UE) 2015/849 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo.

Los bancos españoles y europeos tuvieron un comportamiento positivo en Bolsa a lo largo de 2017

En resumen, en 2017, pese a que persistían los elementos de presión sobre la rentabilidad del sector bancario español y europeo, el aumento en los beneficios se tradujo en una evolución en Bolsa positiva tanto para las entidades españolas como para las entidades de los principales países europeos. Así, el sector bancario español en su conjunto registró un aumento de sus cotizaciones superior al 10 %, en línea con la media europea (véase gráfico 2.24.A). En lo que llevamos de 2018, el aumento en la cotizaciones en las primeras semanas se vio truncado por el contagio de la caída brusca de Wall Street en la primera semana de febrero, de modo que en el conjunto del año el resultado final es ligeramente decreciente. Como resultado de esta evolución, el cociente entre el valor de mercado y el valor en libros (*price to book value*) de los bancos europeos ha aumentado en líneas generales desde comienzos de 2017, y el sector bancario español, en atención a esta métrica, mantiene su posición destacada respecto a los principales sistemas bancarios de nuestro entorno, aunque por debajo del umbral de uno (véase gráfico 2.24.B).

### 2.3 Solvencia

La ratio de capital de mayor calidad, el capital ordinario de nivel 1 (CET1), se situó para el conjunto de entidades de depósito españolas en el 12,7 % en diciembre de 2017, habiendo descendido ligeramente en el año 2017 (16 pb), condicionada, en parte,



FUENTE: Banco de España.

La ratio de CET1 se situó en el 12,7% en diciembre de 2017, habiéndose reducido ligeramente en el último año

por la resolución del Banco Popular Español. Por su parte, tanto la ratio de capital total como la ratio de capital de nivel 1 aumentaron en el último año. En concreto, la ratio de capital total alcanzó el 15,4% en diciembre de 2017 (frente al 14,7% de diciembre de 2016), mientras que la ratio de capital de nivel 1 se situó en el 13,3% a finales de 2017 (frente al 13% del año anterior).

Desde una perspectiva temporal más amplia, en el gráfico 2.25 se puede observar que los ratios de capital han aumentado en los últimos tres años. La ratio de CET1 se ha incrementado en casi un punto porcentual desde el 11,8% registrado en diciembre de 2014 (el primer año completo en el que comenzaron a aplicarse los estándares prudenciales de solvencia aprobados por el Comité de Basilea, conocidos generalmente como Basilea III, y transpuestos al marco normativo europeo por la CRR/CRD IV). En la misma línea, la ratio de capital total ha aumentado cerca de 2 pp desde el 13,6% de diciembre de 2014, y la ratio de capital de nivel 1 lo ha hecho en 1,5 pp (desde el 11,8% de la misma fecha)<sup>7</sup>.

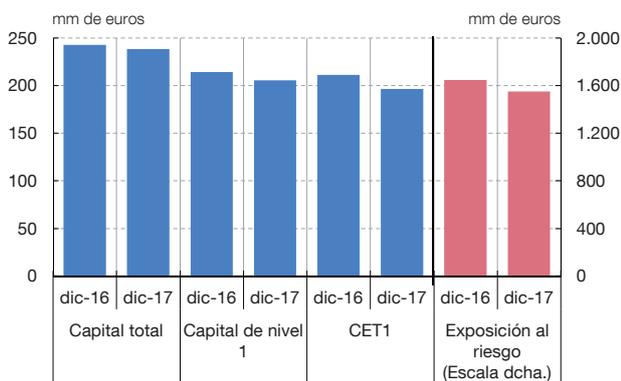
La reducción de los activos ponderados por riesgo explica el aumento de las ratios de capital total y de capital de nivel 1

En términos absolutos, el nivel de capital se redujo en el último año para los tres tipos de capital, siendo el descenso mayor en el capital ordinario de nivel 1<sup>8</sup> (véase gráfico 2.26.A). No obstante, la reducción de los activos ponderados por riesgo (APR), el denominador de las ratios, se traduce en los movimientos comentados de las ratios (ligero descenso de la ratio de CET1 y aumentos de las otras dos ratios). A finales de 2017, los APR representaban un 45% de los activos totales de las entidades con obligación de declarar información sobre recursos propios. En cuanto a la composición de los APR, ésta, siguiendo la tendencia de los últimos años, se mantuvo estable a lo largo de 2017. El riesgo de crédito y contraparte constituye la gran mayoría de los mismos (87%), seguido del riesgo operacional (9%), mientras que el riesgo de posición, tipo de cambio y materias primas, y el resto de riesgos representan menos del 5% de los APR de las entidades (véase gráfico 2.26.B). Un análisis de la evolución en los principales países europeos de las exposiciones crediticias, los APR, las densidades y los métodos de cálculo, a partir de los datos de los ejercicios de transparencia y de estrés de la ABE, se puede encontrar en el Recuadro 2.5. Por su parte, el Recuadro 2.6

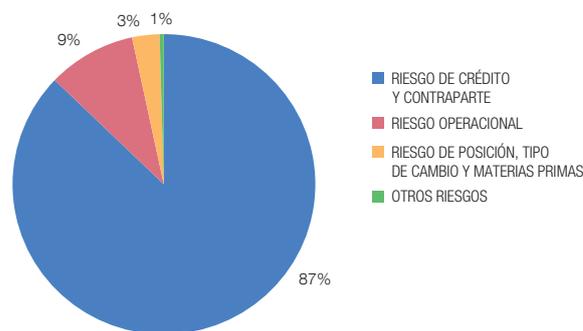
<sup>7</sup> Los ratios tienen en cuenta los ajustes transitorios graduales que facilitan la implementación progresiva de Basilea III. El calendario de implementación establece que, en términos generales, en 2017, se deduzca del capital ordinario el 80% de los importes de las deducciones, mientras que el restante 20% se deduzca del capital adicional de nivel 1.

<sup>8</sup> Dicha reducción se debe, en parte, a la resolución del Banco Popular Español y también al efecto de la reducción de los ajustes transitorios.

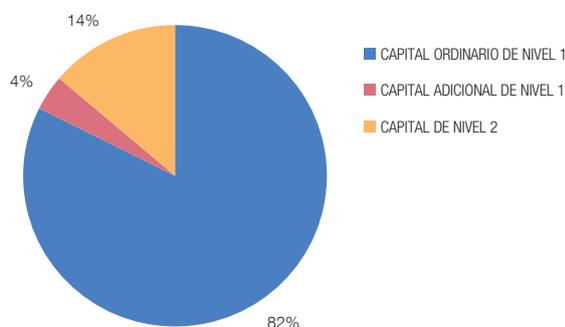
A NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



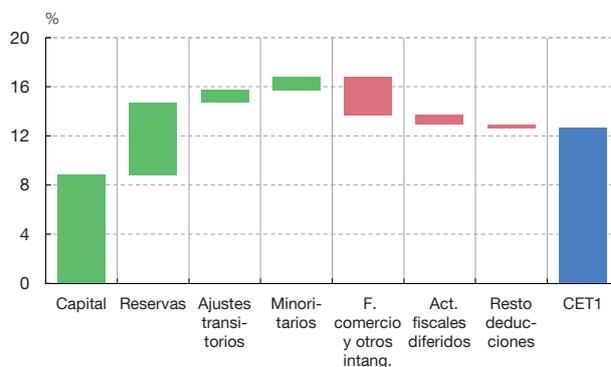
B COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



C COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS



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



FUENTE: Banco de España.

recopila las últimas decisiones tomadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés) en diciembre pasado respecto a la finalización del marco de capital conocido como Basilea III y que complementa la fase inicial de reformas acordadas por las autoridades supervisoras y reguladoras en respuesta a la crisis financiera.

El capital ordinario de nivel 1 constituye la mayoría de los fondos propios del sector...

En cuanto a la estructura de los fondos propios, en 2017 se produjo una cierta recomposición de los mismos derivada del mayor descenso del capital ordinario de nivel 1 en relación al capital adicional de nivel 1 y al capital de nivel 2. No obstante estos comportamientos en 2017, el capital ordinario de nivel 1 continúa representando la inmensa mayoría de los fondos propios de sector bancario español: un 82 % (véase gráfico 2.26.C), mientras que el capital de nivel 2 supone un 14 % de los mismos y el capital adicional de nivel 1 (que se incluye en el cómputo del capital de nivel 1 pero no en el capital ordinario de nivel 1) apenas representa el 4 % de los fondos propios.

...mientras que los instrumentos de capital representan la mayor parte del mismo

En el gráfico 2.26.D se desglosa en detalle el mencionado principal componente de los fondos propios, el capital ordinario de nivel 1, en términos de los APR. Se observa que los instrumentos de capital constituyen más de la mitad de los elementos computables del CET1. Las reservas constituyen el segundo elemento computable más relevante (35 %), de modo que capital y reservas conforman más del 85 % de los elementos computables del CET1. Finalmente, los elementos computables se completan con los intereses minoritarios (6 %) y los ajustes transitorios (6 %).

La publicación por parte de la ABE de los resultados del último ejercicio de transparencia de 2017, con fechas de referencia 31 de diciembre de 2016 y 30 de junio de 2017, para una muestra de 132 bancos de 25 países de la Unión Europea (UE) y del Área Económica Europea (AEE), permite continuar con el análisis realizado en IEF anteriores en relación con las exposiciones crediticias y los activos ponderados por riesgo (APR).

En este Recuadro se analiza la evolución entre diciembre de 2013 y junio de 2017 de la composición del riesgo de crédito, el volumen de las exposiciones crediticias bajo el método estándar (SA) y el método basado en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés), así como las densidades de los APR bajo el método IRB para las principales carteras: empresas, minorista y la garantizada por inmuebles.

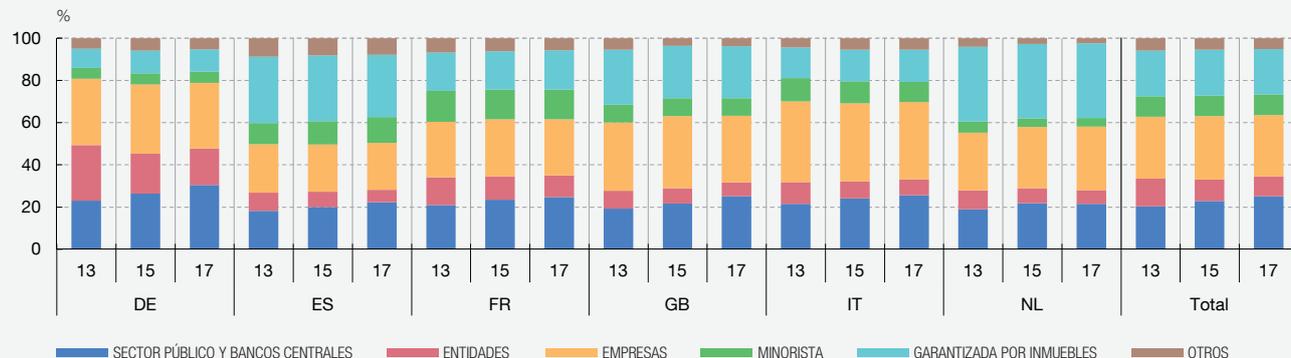
Para ello, se analizan los datos de las entidades de depósito españolas que han participado en los distintos ejercicios de transparencia y de estrés de la ABE, junto con los de las entidades de cinco países de referencia. A estos efectos, se ha considerado una muestra homogénea de 60 entidades: Alemania (17), España (13), Francia (10), Reino Unido (4), Italia (10) y Holanda (6).

En términos generales, se mantienen las conclusiones alcanzadas en anteriores IEF. En particular, continúa la elevada dispersión entre países respecto a la intensidad de uso del método IRB, y se mantienen las diferencias en las densidades de APR, medidas como el cociente entre la valoración por riesgo que reciben las exposiciones crediticias y el valor total de dichas exposiciones, según el método utilizado (SA o IRB), especialmente, en las carteras del sector privado (empresas, minorista y la garantizada por inmuebles), así como en las densidades resultantes de la aplicación de metodologías internas en los distintos países considerados. A continuación se analizan estas cuestiones en mayor detalle.

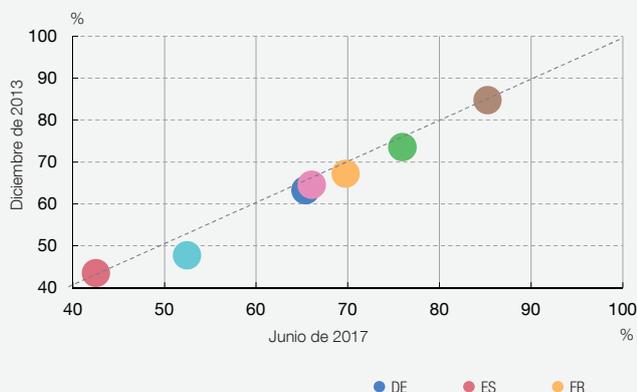
**1. Composición del riesgo de crédito**

El gráfico A muestra la evolución de la composición de la exposición crediticia por cartera (sector público y bancos centrales, entidades financieras, empresas, minorista, garantizada por inmuebles y otros) para los distintos países de la muestra. Por categoría de exposición, las carteras de empresas y garantizada por inmuebles se han mantenido en el nivel del 30 % y 20 %, respectivamente, mientras que la cartera de sector público y bancos centrales se ha incrementado (pasando del 20 % en diciembre de 2013

**Gráfico A**  
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO POR PAÍS Y POR CARTERA  
Diciembre de 2013, Diciembre de 2015 y Junio de 2017



**Gráfico B**  
INTENSIDAD DE USO DEL MÉTODO IRB. CARTERA TOTAL  
Diciembre de 2013 y Junio de 2017



**Gráfico C**  
INTENSIDAD DE USO DEL MÉTODO IRB. CARTERAS DEL SECTOR PRIVADO  
Diciembre de 2013 y Junio de 2017



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

al 25 % en junio de 2017), y la cartera de entidades se ha reducido hasta situarse en junio de 2017 por debajo 10 % (frente al 13 % que alcanzaba en diciembre de 2013).

Por países, en Holanda y España destaca el peso de la cartera garantizada por inmuebles (en el nivel del 35 % y el 30 %, respectivamente), y en Alemania, Francia, Reino Unido e Italia la cartera de empresas. Asimismo, Alemania presenta un mayor peso de la cartera de entidades si se compara con el peso que esta cartera tiene en el resto de países de la muestra, aunque su importancia se ha reducido a lo largo del período analizado (su peso ha disminuido en 9 pp entre diciembre de 2013 y junio de 2017). Lo mismo sucede en Francia, donde el peso de la cartera minorista es mayor que en el resto de países.

**2. Volumen de exposiciones crediticias bajo el método IRB**

El gráfico B muestra la evolución entre diciembre de 2013 y junio de 2017 de la proporción que representan las exposiciones crediticias

bajo el método IRB sobre la exposición total. Con carácter general, se observa que la intensidad de uso del método IRB no ha cambiado sustancialmente en los países de la muestra. España (con un 43 % en junio de 2017), seguida de Italia (con un 52 % a esa misma fecha) son los países con menor uso del método IRB, mientras que Holanda y Reino Unido presentan la mayor proporción del volumen de exposiciones bajo IRB sobre la exposición total (85 % y 76 %, respectivamente). Francia y Alemania, por su parte, se sitúan en torno a la media de los países de la muestra.

Adicionalmente, el gráfico C presenta la evolución en el mismo período de la intensidad de uso del método IRB en las carteras del sector privado. En este caso, se observa una mayor proporción de exposiciones bajo IRB que para el conjunto de la cartera crediticia, y entre diciembre de 2013 y junio de 2017 esta proporción se ha incrementado ligeramente (entre 1 y 8 pp) para los países de la muestra. También en este caso, España destaca por ser el país con una menor utilización de este método (59 %), frente a utilizaciones superiores al 90 % en el caso de Alemania y Holanda.

Gráfico D  
EVOLUCIÓN DE LA DENSIDAD DE APR. MÉTODOS IRB Y SA  
CARTERA TOTAL

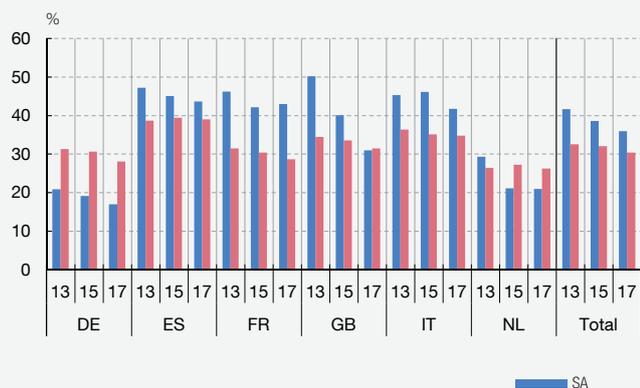


Gráfico E  
EVOLUCIÓN DE LA DENSIDAD DE APR. MÉTODOS IRB Y SA  
CARTERAS DEL SECTOR PRIVADO

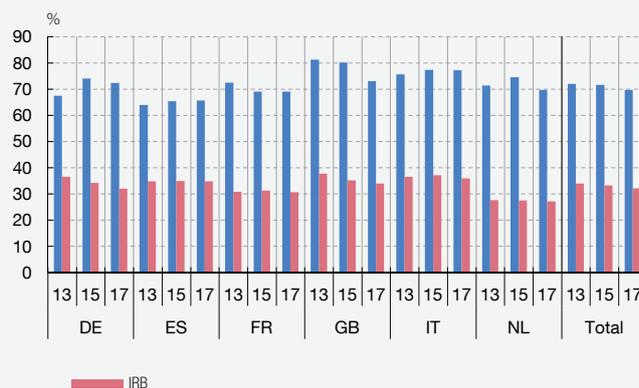
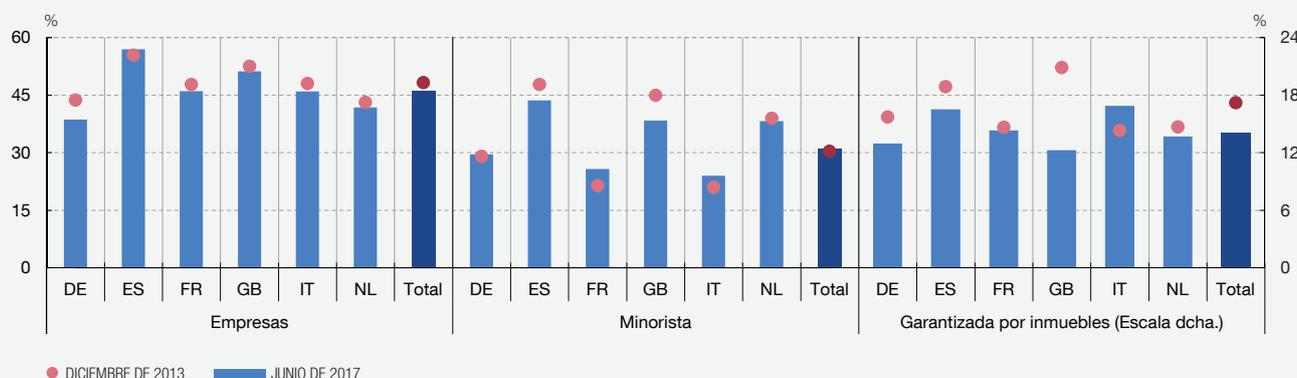


Gráfico F  
EVOLUCIÓN DE LA DENSIDAD DE APR BAJO EL MÉTODO IRB. CARTERAS DEL SECTOR PRIVADO  
Diciembre de 2013 y Junio de 2017



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

### 3. Densidad de APR bajo el método IRB

Los gráficos D y E muestran la evolución entre diciembre de 2013 y junio de 2017 de la densidad de APR bajo los métodos IRB y SA para cada país de la muestra, tanto para la cartera total (gráfico D) como para las carteras del sector privado (gráfico E).

Para el total de países de la muestra, en la cartera total, la densidad de APR bajo el método IRB es ligeramente inferior a la densidad de APR bajo el método SA, aunque la diferencia entre ambas se ha reducido en el período analizado. Sin embargo, en Alemania la densidad de APR bajo el método IRB es mayor que bajo el método SA, principalmente por la relevancia de la cartera del sector público y bancos centrales, y la cartera de entidades —ambas de baja densidad de APR— en el conjunto de exposiciones valoradas con este último método (véase gráfico D).

Si el análisis se centra en las carteras del sector privado (véase gráfico E), se observa que la densidad de APR bajo el método IRB es la mitad que la densidad de APR bajo el método SA durante el período analizado y para el total de países de la muestra. Por países, Holanda es el país que presenta la menor densidad de APR bajo el método

IRB, y en el extremo opuesto se sitúan Italia y España. Asimismo, como se ha mencionado anteriormente, Holanda destaca por ser el país de la muestra con mayor intensidad de uso del método IRB.

Finalmente, el gráfico F muestra la densidad de APR bajo el método IRB para las distintas carteras del sector privado a junio de 2017 y diciembre de 2013. En general, la situación se ha mantenido sin cambios, aunque en algunas carteras existen países que han visto reducida de forma apreciable la densidad de APR bajo el método IRB, en concreto, en las siguientes carteras: empresas (Alemania), minorista (Reino Unido y, en menor medida, España), y garantizada por inmuebles (Reino Unido y, en mucha menor medida, Alemania y España). Asimismo, continúa la elevada dispersión entre países en la densidad de APR bajo el método IRB, especialmente, en la cartera minorista, con diferencias de 20 pp entre Italia (24 %) y España (44 %).

España continúa siendo el país de la muestra con mayor densidad de APR bajo el método IRB en las carteras de empresas (57 %) y minorista (44 %), y también se sitúa, junto con Italia, entre los países con mayor densidad de APR bajo el método IRB en la cartera garantizada por inmuebles (17 %).

El 7 de diciembre de 2017, el órgano de control del Comité de Basilea, el Grupo de Gobernadores de Bancos Centrales y Jefes de Supervisión (*Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision*, GHOS), refrendó las reformas pendientes de Basilea III, también conocidas como reformas «post-crisis». Con el acuerdo alcanzado, en esencia se completa el ciclo de reformas al marco regulatorio de Basilea iniciado en 2009 en respuesta a la crisis financiera global (véase cuadro A).

Las reformas post-crisis acordadas recientemente tienen como objetivo general contribuir a reestablecer la credibilidad del cálculo de activos ponderados por riesgo (APR), que constituyen el denominador de las ratios de capital basadas en riesgo<sup>1</sup>. Más específicamente, las reformas buscan reducir la variabilidad indebida de los APR, mejorando así la comparabilidad y transparencia de las ratios de capital.

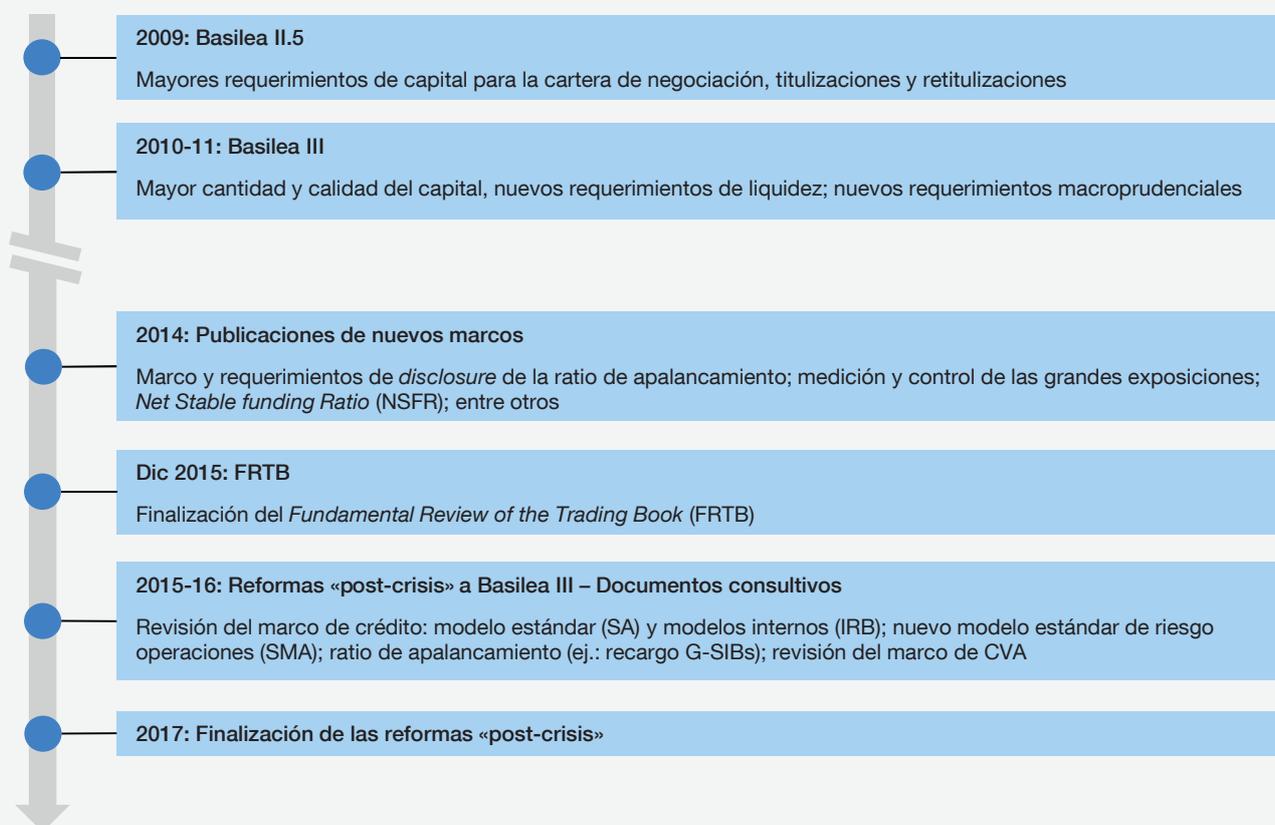
Las áreas que han sido objeto de revisión incluyen el método estándar (*Standardised Approach*) y el método basado en modelos internos (*Internal Rating Based approach*, IRB) por riesgo de crédito, el marco de riesgo operacional, e incluyen además revisiones sobre la ratio de apalancamiento y sobre el requerimiento de capital por *Credit Valuation Adjustment* (CVA)<sup>2</sup>. Finalmente, una de las

medidas principales de las reformas ha sido el establecimiento de un suelo agregado al capital (suelo al *output*).

En cuanto al método estándar por riesgo de crédito, las revisiones han estado dirigidas a aumentar la sensibilidad al riesgo y a reducir la dependencia mecanicista de los ratings internos. Para cumplir con estos objetivos, se ha incrementado, por ejemplo, la granularidad de las ponderaciones basadas en el *Loan-to-Value* (LTV) y se ha introducido un método alternativo basado en el *loan splitting*<sup>3</sup>. Por otro lado, las revisiones al IRB han estado dirigidas

- 1 Las revisiones al marco de Basilea publicadas en 2010 se concentraban, entre otras medidas, en aumentar y mejorar la calidad del capital regulatorio (el numerador de las ratios de capital).
- 2 El CVA es un ajuste al valor de un derivado para descontar del mismo la pérdida esperada por riesgo de incumplimiento de la contraparte (por ejemplo, como consecuencia de cambios en la calidad crediticia de la contraparte).
- 3 En el *loan splitting* se divide la exposición entre la parte que se considera cubierta por la propiedad y la que no, para lo cual se aplicaría para las exposiciones hipotecarias residenciales una ponderación del 20 % a la parte de la exposición correspondiente al 55% del valor de la propiedad, y para la exposición restante se le aplica la ponderación correspondiente a la contrapartida.

Cuadro A  
CRONOLOGÍA DE LAS REFORMAS AL MARCO REGULADORIO DE BASILEA III



FUENTE: Banco de España.

a reducir la complejidad, la falta de comparabilidad y la ausencia de robustez en la modelización de algunas clases de activos. Las medidas que se han establecido incluyen restricciones a la estimación de determinados parámetros, así como no permitir la modelización de determinadas carteras, y la fijación de suelos mínimos en la estimación de parámetros a nivel de exposición (PD, LGD y CCF), lo que se denomina suelos a los *inputs*.

En el tratamiento del riesgo operacional, se ha establecido un nuevo método estándar (*Standardised Measurement Approach*, SMA) que sustituye a los cuatro métodos que existían previamente, al tiempo que se elimina la posibilidad de usar modelos internos. Con ello, el Comité pretende reducir la variabilidad no deseada de APR y simplificar el marco. En el SMA, los requerimientos de capital por riesgo operacional se calculan en función de una medida que aproxima el volumen de negocio de la entidad y, sujeto a discreción nacional, en función de la experiencia de pérdidas históricas.

Respecto a las revisiones sobre la ratio de apalancamiento, se ha establecido un recargo para entidades sistémicas globales (*Global Systemically Important Banks*, G-SIBs) que se debe cumplir con capital de nivel 1 y se fija al 50 % del cargo de capital aplicable para G-SIBs en términos de APR (esto significa que, por ejemplo, si el cargo de capital en términos de APR es de 1 %, el recargo para la ratio de apalancamiento sería de 0,5 %).

En lo que se refiere a la revisión del requerimiento de capital por CVA, se ha eliminado el modelo interno y se establecen dos métodos nuevos de cálculo de requerimientos (estándar y básico); adicionalmente, se permite a los bancos con baja exposición frente a derivados el cómputo a través de sus requisitos por riesgo de contrapartida.

Finalmente, el Comité ha llegado a un acuerdo para la calibración del denominado suelo al *output*. Dicho suelo es el valor mínimo admisible para los APR resultantes de la aplicación de modelos internos, calculado como un porcentaje de los APR resultantes de aplicar los métodos estándar. El suelo al *output* ha sido fijado en 72,5 %.

La entrada en vigor de todas las reformas es en 2022. Para el suelo al *output* se ha establecido un periodo transitorio de implantación escalonada de cinco años (2022-2027). El suelo comienza en un 50 % de los APR según el método estándar y se incrementa 5 puntos porcentuales cada año, excepto el último año que pasa del 70 % al 72,5 %. Adicionalmente y sujeto a discrecionalidad nacional, se ha introducido la posibilidad de limitar el incremento de APR como consecuencia del suelo al *output*, en un 25 % hasta el final del periodo transitorio. Por último, se exige que los bancos publiquen desde el inicio del periodo transitorio los APR resultantes de aplicar los métodos estándar.

Conjuntamente a las revisiones acordadas, el Comité de Basilea ha decidido extender la fecha programada para la implantación de las reformas al marco de riesgo de mercado desde el 1 de enero 2019 (fecha original prevista) hasta el 1 de enero de 2022. El Comité espera que este retraso permita alinear la implantación del marco de riesgo de mercado con el inicio de la implantación de las reformas post-crisis, además de dar tiempo a las entidades para que desarrollen los sistemas necesarios para aplicar el marco y, asimismo, permita finalizar las revisiones que el Comité está realizando sobre aspectos puntuales del marco.

En paralelo, con el anuncio del acuerdo sobre las reformas post-crisis, el Comité de Basilea ha publicado un Documento de Discusión sobre el tratamiento regulatorio de las exposiciones al soberano. El Comité ha puntualizado que en este momento no se ha alcanzado un consenso para realizar ningún cambio al tratamiento actual de las exposiciones frente al soberano, y por ello el debate aún sigue abierto.

Con el anuncio de las reformas, el Comité de Basilea también ha reafirmado la necesidad de una implantación completa, a tiempo y consistente de todos los elementos de las reformas, incluyendo el marco de riesgo de mercado. Además, el Comité ha establecido un programa para evaluar las reformas post-crisis y ha anunciado que participará activamente de las iniciativas emprendidas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) para la evaluación de los efectos de las reformas.

### 3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

#### 3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas

El pronóstico de vulnerabilidades sistémicas se mantiene estable

Las vulnerabilidades relativas al crédito y la liquidez se mantienen en niveles de ausencia de alerta...

...mientras que las relativas a los mercados financieros y a la concentración están en niveles bajo y medio, respectivamente

El mapa de colores permite observar la evolución histórica de los indicadores y la intensidad de las alertas analizadas

La parte superior del mapa de colores recoge potenciales señales de alerta adelantadas

El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas<sup>1</sup> a diciembre de 2017 muestra que éstas se mantienen prácticamente estables desde el último IEF (gráfico 3.1)<sup>2</sup>.

En dicho mapa se observa una reducción de las vulnerabilidades relacionadas con desequilibrios macroeconómicos, hasta alcanzar el nivel considerado normal o de ausencia de vulnerabilidad. Esta mejora refleja la evolución positiva de los indicadores de esta categoría, especialmente el saldo de la cuenta corriente y de capital que es la variable que tiene una mayor ponderación en el indicador utilizado, al ser la que posee una mayor capacidad de anticipar crisis bancarias sistémicas en la muestra utilizada. En cualquier caso, no se pueden infravalorar los riesgos asociados al elevado endeudamiento actual del sector público y exterior de la economía española.

Las vulnerabilidades relacionadas con crédito y liquidez se mantienen también en niveles de ausencia de alerta. En el caso del crédito, esto se debe principalmente a que todavía no se observan tasas de crecimiento positivas. Así se refleja que, en ausencia de crecimiento del crédito, la probabilidad de acumulación de vulnerabilidades es muy reducida. No obstante, la caída del crédito viene moderándose paulatinamente, como se ha explicado en el capítulo anterior.

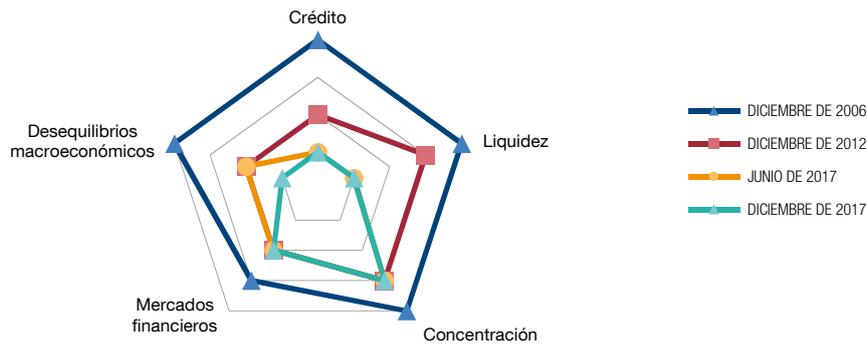
Las vulnerabilidades relacionadas con los mercados financieros se mantienen en nivel bajo, debido a la relativa estabilidad observada durante el último semestre del año anterior. Por último la concentración de las carteras de crédito se mantiene también estable y en nivel medio. En este último caso, dos factores están interactuando. Por un lado, la exposición crediticia a aquellos sectores más directamente relacionados con la última crisis, como la construcción y las actividades inmobiliarias, continúa reduciéndose. Por otro lado, los factores más estructurales, como el peso del crédito a operaciones de mayor tamaño, se mantiene estable.

En el gráfico 3.2 se muestra la evolución temporal de las vulnerabilidades del gráfico 3.1 a través de un mapa de colores. El mapa de colores permite observar tanto la evolución histórica de los indicadores utilizados como la intensidad de las alertas sobre las vulnerabilidades analizadas. La intensidad es creciente a medida que el tono se aproxima al rojo, mientras que el color verde representa una situación normal.

En la parte superior del gráfico se presentan las mismas categorías consideradas en el gráfico 3.1, con un desglose adicional por subcategorías que permite observar la evolución

1 Esta herramienta del Banco de España sintetiza información procedente de más de un centenar de indicadores de riesgo potencial para el sistema financiero y condiciones efectivas de la economía real y el sector bancario en España. Las definiciones de las principales categorías se corresponden con las establecidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico en su Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial.

2 El mapa recoge un conjunto de indicadores clasificados en cinco categorías. La categoría de crédito agrupa indicadores sobre evolución y grado de desequilibrio del crédito total y bancario a hogares, sociedades no financieras y el total del sector privado no financiero; carga de endeudamiento de estos sectores; tipos de interés de crédito nuevo y de saldos pendientes, y evolución y desequilibrios de los precios de la vivienda. La categoría de liquidez incluye indicadores sobre liquidez bancaria y de mercado. La categoría de concentración incluye indicadores sobre concentración del crédito total y bancario en diferentes sectores y por tipo de acreditado. La categoría de mercados financieros agrupa indicadores sobre correlaciones e interconexión entre entidades bancarias y de estrés sistémico en diferentes mercados. La categoría de desequilibrios macroeconómicos incluye indicadores sobre endeudamiento externo, del sector público y balanza por cuenta corriente.



FUENTE: Banco de España.

a La línea concéntrica más cercana al centro del gráfico corresponde a la situación normal, mientras que el grado de riesgo es creciente cuanto mayor es la distancia al centro.

de las vulnerabilidades con mayor granularidad. Todas las líneas de este bloque superior del gráfico se refieren a vulnerabilidades potenciales. Es decir, están basadas en indicadores que proporcionan señales de alerta adelantada sobre situaciones que pueden derivar en problemas específicos en el sistema financiero y la economía real<sup>3</sup>. Es así como puede observarse que la mayoría de las categorías mostraron señales de vulnerabilidad alta (color rojo) durante los períodos previos a la última crisis, mientras que, una vez iniciada la crisis, se observa cómo las vulnerabilidades disminuyen gradualmente.

La mayoría de las categorías del mapa de colores se encuentran en ausencia de alerta

Las categorías relacionadas con el crédito han sido las que han alcanzado de forma más rápida los niveles de ausencia de alerta, bajando hasta este nivel entre 2015 y 2016. En el otro extremo, la categoría de desequilibrios macroeconómicos, solo llegó al nivel de ausencia de alerta a finales de 2017.

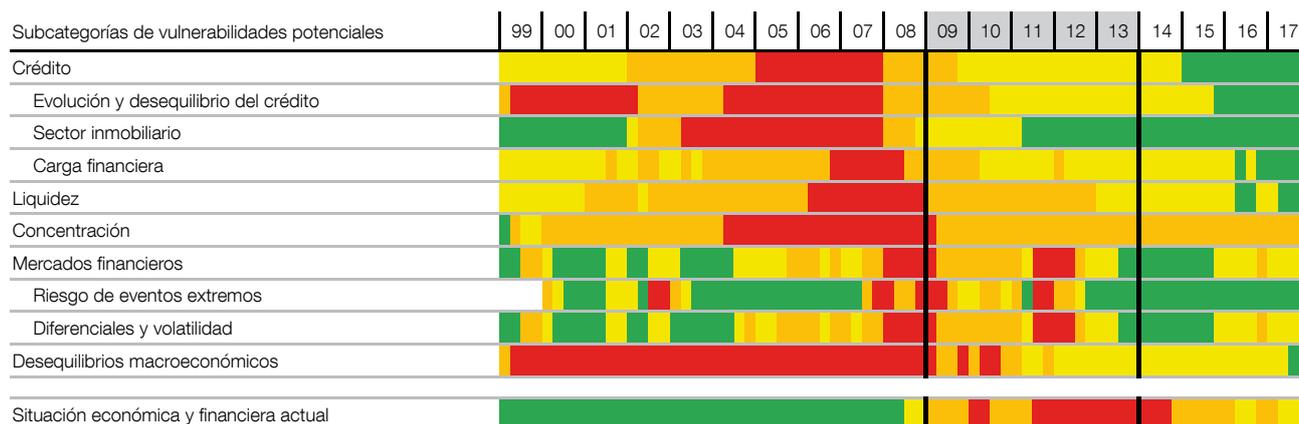
La situación de la economía y el sistema financiero presenta un nivel de riesgo bajo, mostrando la mejoría que ha tenido lugar en 2017

Por otra parte, en la parte inferior del gráfico 3.2, la última fila presenta la situación de la economía y el sistema financiero a lo largo del tiempo. Los indicadores recogidos en esta fila no buscan capturar vulnerabilidades que podrían derivar en problemas futuros, sino los problemas que se han materializado en cada momento del tiempo. Se observa cómo el color verde prevalece durante el periodo expansivo de la economía. Tras el estallido de la crisis, las vulnerabilidades del primer bloque se trasladan rápidamente a la situación económica y financiera, que pasa a niveles rojos. Con respecto al último IEF, se mantiene una situación estable en un nivel bajo tras la mejora producida en la situación económica en 2017.

Los últimos datos disponibles confirman un bajo nivel de vulnerabilidades en general

La actualización del mapa de colores a diciembre de 2017 constata la situación de estabilidad de los últimos trimestres. Las vulnerabilidades se mantienen bajas en las subcategorías relacionadas con la evolución y desequilibrio del crédito, los precios del sector inmobiliario, la carga financiera del sector privado no financiero, liquidez y eventos extremos en los mercados financieros. Al igual que se observa en el gráfico 3.1, la categoría de desequilibrios macroeconómicos disminuye su vulnerabilidad debido a que la mejoría en indicadores de la economía real ha continuado durante el último semestre. En general, el mapa de indicadores refleja que, actualmente, la economía española está situada en una fase baja del ciclo financiero, acompañada de una recuperación económica gradual.

<sup>3</sup> La contribución de los indicadores individuales en las señales de alerta está basada en su capacidad predictiva histórica.



FUENTE: Banco de España.

a La escala de colores identifica cuatro niveles de riesgo: i) situación normal (color verde), ii) riesgo bajo (color amarillo), iii) riesgo medio (color naranja) y, iv) riesgo alto (color rojo). El intervalo sombreado señala el período de la última crisis. Algunos indicadores a diciembre de 2017 se basan en información provisional.

Es previsible que esta situación continúe durante los próximos trimestres y, por tanto, que los indicadores continúen reflejando estabilidad en cuanto a la ausencia de señales de alerta procedentes de vulnerabilidades cíclicas.

El análisis de las vulnerabilidades no aconseja la activación de instrumentos macroprudenciales

En este contexto, el análisis de vulnerabilidades no aconseja, por el momento, recurrir a la activación de instrumentos macroprudenciales de tipo cíclico. Esto coincide con la evaluación que publica el Banco de España trimestralmente de los indicadores que guían las decisiones sobre el Colchón de Capital Anticíclico (CCA), cuya tasa aplicable a exposiciones crediticias domésticas se ha mantenido en el 0 % desde su implantación el 1 de enero de 2016<sup>4</sup>. Para la fijación del CCA, el Banco de España sigue un esquema de «discrecionalidad guiada», donde se analiza la información procedente de indicadores cuantitativos, y se combina con un análisis de información cualitativa y el juicio experto de la institución.

El nivel de la brecha crédito-PIB aconseja mantener la tasa del CCA en el 0 % en España

Entre los indicadores cuantitativos analizados, la referencia es la brecha de crédito-PIB, definida como el exceso de crédito en términos de producto interior bruto respecto a su tendencia de largo plazo determinada por procedimientos estadísticos. Este indicador es el propuesto por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y se encuentra incorporado en la legislación europea y española vigente para guiar la fijación del CCA a través de una Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico<sup>5</sup>. Con datos a septiembre de 2017, la brecha se sitúa en -50,3 pp, muy por debajo del nivel que aconsejaría la activación del instrumento<sup>6</sup>. El gráfico 3.3.A muestra la evolución del nivel de la brecha, además de la ratio de crédito-PIB y su tendencia de largo plazo. Se observa que en los últimos dos trimestres la ratio crédito-PIB ha disminuido proporcionalmente más que el componente tendencial, aumentando nuevamente la brecha hacia valores más negativos.

Es previsible que la brecha crédito-PIB sólo comience...

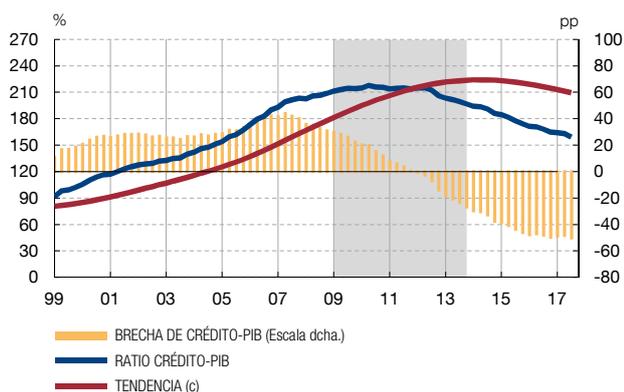
Este aumento en la variación negativa de la brecha se analiza en el gráfico 3.3.B, donde se desglosa esta variación en sus diferentes componentes (PIB, crédito a hogares, crédito a

4 «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0 %», Nota de prensa del Banco de España de 23 de marzo de 2018.

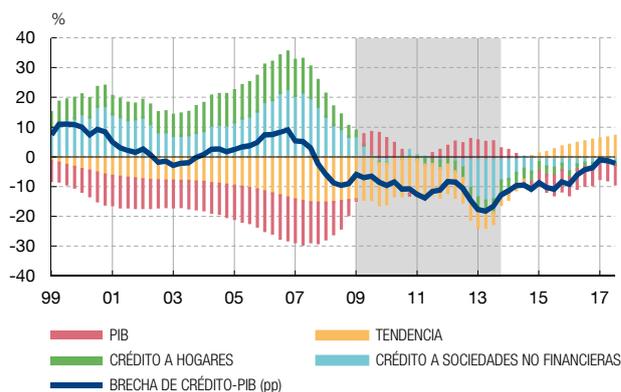
5 Directiva 2013/36/UE (CRD IV), Ley 10/2014, Real Decreto 84/2015, Circular del Banco de España 2/2016 y Recomendación JERS/2014/1.

6 El Banco de España, de acuerdo con la Orientación del BCBS para la operacionalización del CCA por parte de las autoridades nacionales, considera el nivel del 2 pp como el de referencia para la eventual activación del CCA.

A RATIO DE CRÉDITO-PIB Y SU TENDENCIA DE LARGO PLAZO



B VARIACIÓN DE LA BRECHA DE CRÉDITO-PIB POR COMPONENTES (VARIACIÓN INTERANUAL) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013).  
 b La brecha de crédito-PIB es la diferencia entre la ratio de crédito-PIB y la tendencia.  
 c La tendencia en estos gráficos se calcula con un filtro Hodrick-Prescott de una cola (parámetro de suavización igual a 400.000).  
 d Los valores de deuda emitidos por el sector de las sociedades no financieras se omiten en el gráfico (su tamaño es residual), aunque sí están incluidos en el cálculo de la brecha de crédito-PIB.

... a reducirse cuando el crédito presente tasas de crecimiento positivas

sociedades no financieras y tendencia de largo plazo). Se observa que, mientras que el componente tendencial continúa contribuyendo a cerrar la brecha, tanto el crédito como el PIB han contribuido negativamente a aumentarla. Por una parte, el numerador de la ratio ha disminuido debido a que el crédito concedido a hogares y a sociedades no financieras continúa presentando tasas de crecimiento negativas. Por otra parte, el crecimiento positivo del PIB ha contribuido a aumentar el denominador de la ratio. Como se observa, este efecto conjunto de disminución de la ratio crédito-PIB ha sido mayor que la disminución de la tendencia, lo que aumenta la brecha. Es previsible que el componente tendencial continúe disminuyendo en la medida en que comience a incorporar la caída prolongada del crédito durante los años de la crisis. Sin embargo, la brecha sólo comenzaría a reducirse cuando el crédito empiece a presentar tasas de crecimiento positivas por encima del PIB.

Los valores actuales de los indicadores complementarios empleados para calibrar el CCA son consistentes con su mantenimiento en el 0 %

El conjunto de indicadores cuantitativos para los que el Banco de España realiza un seguimiento con el fin de guiar la fijación del CCA comprende, además de la brecha crédito-PIB, otros indicadores relacionados con el crecimiento del crédito, la evolución de los precios de la vivienda, el servicio de la deuda y el saldo de la balanza por cuenta corriente. Los valores actuales de todos estos indicadores son plenamente consistentes con las señales proporcionadas por la brecha crédito-PIB, al no observarse signos de alerta en ninguno de ellos. Por lo tanto, el análisis de este conjunto complementario de indicadores refuerza la decisión de mantener el CCA en el 0 %.

### 3.2 Entidades de importancia sistémica

Para 2018 se han identificado cinco entidades de importancia sistémica doméstica...

El Banco de España publicó en noviembre de 2017 la actualización anual de la relación de Entidades de crédito españolas de Importancia Sistémica Mundial (EISM) y Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS). De conformidad con la regulación y plazos establecidos a este fin, el Banco de España procedió a identificar las OEIS para 2018 y EISM para 2019 y fijar los requerimientos adicionales de capital que se aplicarán a estas entidades con el objetivo de mitigar o prevenir las externalidades negativas derivadas del tamaño y complejidad de sus actividades<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> «El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital», Nota de prensa del Banco de España de 24 de noviembre de 2017.

Entidad	Designación para 2018	Exigible en 2018 (%)	Exigible en 2019 (%) (a)
Santander	EISM y OEIS	0,75	1,00
BBVA	OEIS	0,5625	0,75
CaixaBank	OEIS	0,1875	0,25
Sabadell	OEIS	0,1875	0,25
Bankia	OEIS	0,1875	0,25

FUENTE: Banco de España.

a Los colchones indicados para 2019 serían de aplicación si la entidad correspondiente mantuviera su condición de OEIS, y también su actual clasificación, en la revisión de 2018.

... de las cuales una es también de importancia sistémica global

Son cinco las entidades designadas como OEIS (Santander, BBVA, CaixaBank, Sabadell y Bankia), de las cuales, como ya ocurriera en años anteriores, una tiene también la condición de EISM (Santander). Los requerimientos de capital por importancia sistémica mundial y nacional no son aditivos, resultando de aplicación el requerimiento de capital más elevado de los dos. Con respecto a la lista de OEIS anteriormente vigente, el Banco Popular Español deja de tener la condición de OEIS, como consecuencia de su resolución y posterior integración en el grupo Santander en junio de 2017.

El cuadro 3.1 recoge la lista de entidades identificadas como sistémicas y los correspondientes requerimientos de capital aplicables hasta 2019, fecha en la que concluye el periodo transitorio de tres años para la implementación de este instrumento macroprudencial. Los requerimientos de capital están expresados en términos de capital ordinario de nivel 1 dividido entre el total de los activos ponderados por riesgo en base consolidada<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Para más información sobre las metodologías de identificación de entidades sistémicas y de determinación de los colchones de capital asociados, véase el Recuadro 3.1 del Informe de Estabilidad Financiera de mayo 2017.



## 4 ANEJOS

BALANCE CONSOLIDADO  
ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 1

Activo	dic-17	Var. dic-17/dic-16	Peso AT dic-16	Peso AT dic-17
	m€	%	%	%
Caja y bancos centrales	248.007	36,9	5,0	7,0
Entidades de crédito	175.784	-1,4	4,9	5,0
Crédito a las Administraciones Públicas	113.872	-5,8	3,4	3,2
Crédito al sector privado	2.016.111	-1,9	57,1	57,0
Valores de renta fija	495.385	-8,1	15,0	14,0
Otros instrumentos de capital	48.389	10,8	1,2	1,4
Participaciones	25.489	-29,4	1,0	0,7
Derivados	140.589	-18,8	4,8	4,0
Activo material	48.179	-9,2	1,5	1,4
Resto del activo	227.352	2,9	6,1	6,4
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.539.157</b>	<b>-1,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Pro memoria				
Financiación al sector privado	2.100.284	-2,5	59,8	59,3
Financiación a las Administraciones Públicas	472.426	-8,9	14,4	13,3
Activos dudosos totales	116.086	-20,9	4,1	3,3
Ratio de morosidad total	3,8	-99 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	dic-17	Var. dic-17/dic-16	Peso AT dic-16	Peso AT dic-17
	m€	%	%	%
Depósitos de bancos centrales	231.172	19,4	5,4	6,5
Depósitos de entidades de crédito	291.366	-5,8	8,6	8,2
Depósitos de las Administraciones Públicas	93.729	9,1	2,4	2,6
Depósitos del sector privado	1.959.107	-0,4	54,6	55,4
Valores negociables y financiación subordinada	383.045	-11,3	12,0	10,8
Derivados	136.492	-18,3	4,6	3,9
Provisiones (incluye pensiones)	33.738	-7,2	1,0	1,0
Resto del pasivo	147.850	7,7	3,8	4,2
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.276.499</b>	<b>-1,6</b>	<b>92,4</b>	<b>92,6</b>
Pro memoria				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	170.541	21,9	3,9	4,8
Fondos propios	266.073	4,7	7,1	7,5
Intereses minoritarios	25.425	-32,0	1,0	0,7
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-28.840	61,6	-0,5	-0,8
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>262.658</b>	<b>-4,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,4</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.539.157</b>	<b>-1,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 diciembre de 2017.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA  
ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 2

	dic-17		dic-16	dic-17
	m€	% Var. dic-17/dic-16	% ATM	% ATM
Productos financieros	110.582	-1,9	3,10	3,09
Costes financieros	39.578	-10,6	1,22	1,10
Margen de intereses	71.004	3,7	1,89	1,98
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.303	-22,5	0,05	0,04
Margen de intermediación	72.306	3,0	1,93	2,02
Resultados de entidades por el método de la participación	3.760	-7,6	0,11	0,10
Comisiones netas	25.794	6,0	0,67	0,72
Resultado de operaciones financieras	6.317	-17,3	0,21	0,18
Otros resultados de explotación (neto)	-2.520	22,4	-0,06	-0,07
Margen bruto	105.658	1,4	2,87	2,95
Gastos de explotación	54.095	0,9	1,48	1,51
Margen de explotación	51.563	2,0	1,39	1,44
Pérdidas por deterioro	18.334	-8,5	0,55	0,51
Otras dotaciones a provisiones (neto)	5.174	-21,0	0,18	0,14
Otros resultados (neto)	-2.599	-48,9	-0,14	-0,07
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	25.456	34,4	0,52	0,71
Resultado neto	18.570	32,2	0,39	0,52
Pro memoria				
Resultado atribuido a la entidad dominante	15.572	44,2	0,30	0,43

FUENTE: Banco de España.

## PUBLICACIONES DEL 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](mailto:publicaciones@bde.es).

