

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**05/2017**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema









INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA MAYO 2017

Fecha de cierre de este Informe: 25 de abril de 2017.

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

© Banco de España, Madrid, 2017

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
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>
IAPC:	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IAS:	<i>International Accounting Standards</i>
IASB:	International Accounting Standards Board
ICO:	Instituto de Crédito Oficial
IEF:	<i>Informe de Estabilidad Financiera</i>
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
INE:	Instituto Nacional de Estadística
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
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones

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

MUS:	Mecanismo Único de Supervisión
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIF:	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
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 11

<b>1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS</b>	15	<b>1.1 Entorno exterior del área del euro</b>	15
		<b>1.2 Los mercados financieros en la UEM y en España</b>	19
		<b>1.3 El entorno macroeconómico en la UEM y en España</b>	22
<b>2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA</b>	27	<b>2.1 Evolución de los riesgos bancarios</b>	27
		<b>2.2 Rentabilidad</b>	46
		<b>2.3 Solvencia</b>	53
<b>3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL</b>	61	<b>3.1 Análisis de riesgos sistémicos</b>	61
		<b>3.2 Riesgos cíclicos y decisiones macroprudenciales</b>	62
		<b>3.3 Entidades de importancia sistémica</b>	64
<b>4 ANEJOS</b>	67	<b>Anejo 1. Balance consolidado</b>	67
		<b>Anejo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada</b>	68



## RESUMEN

### 1 Rasgos principales

Después de una primera mitad del año 2016 relativamente débil, la actividad económica internacional repuntó en la segunda parte del año, tendencia que se ha prolongado durante los primeros meses de 2017. No obstante, el ritmo de crecimiento sigue siendo reducido y la incertidumbre respecto a las perspectivas macroeconómicas mundiales es muy elevada, principalmente por el posible resurgimiento de posiciones proteccionistas en el terreno comercial, en los movimientos de capital y por la posibilidad de que se produzca una normalización más rápida de la prevista en el tono de la política monetaria de Estados Unidos.

La economía española ha seguido creciendo a un ritmo elevado durante la segunda parte de 2016, registrando el PIB una tasa de avance del 3,2 % en el conjunto del año. La información disponible sobre el primer trimestre de 2017 apunta a una prolongación de esta tendencia expansiva, con una tasa de crecimiento intertrimestral que podría ser algo superior a la observada durante los últimos meses del pasado ejercicio. Las últimas proyecciones del Banco de España muestran una continuación de la expansión durante este año y los dos siguientes, si bien a unos ritmos más moderados que los observados durante los dos últimos años. Estas previsiones no están exentas de algunos riesgos a la baja, vinculados principalmente a factores procedentes del entorno exterior.

En los mercados financieros nacionales e internacionales, durante los últimos meses, se ha observado un cierto repunte de los tipos de interés a largo plazo, revalorizaciones de los activos de renta variable, que han sido más acusadas en el caso de las acciones de los bancos, y descensos de las primas de riesgo de crédito. Esta evolución parece responder a unas expectativas más favorables de los inversores sobre las perspectivas de crecimiento mundial y su menor preocupación sobre los riesgos.

Por su parte, la actividad de las entidades de depósito españolas ha mantenido, en general, la tendencia mostrada en anteriores Informes de Estabilidad Financiera (IEF), con un descenso en 2016 de su activo consolidado de un 1,7 % en términos anuales debido, principalmente, a la evolución de la actividad doméstica. El resultado consolidado durante el año 2016 ha caído un 21,2 %, alcanzando unos niveles de rentabilidad de sus fondos propios del 4,3 %. Esta evolución ha estado condicionada por la menor actividad y el entorno de tipos de interés reducidos junto con algunos factores puntuales que han afectado tanto al negocio nacional (pérdidas significativas en alguna entidad, cambios normativos en las coberturas de adjudicados y mayores costes legales), como al internacional (depreciación de algunas divisas). Como se ha venido señalando en anteriores IEF, las menores pérdidas por deterioro de la inversión crediticia (-16,3 % respecto al año anterior) han permitido contrarrestar, hasta cierto punto, la reducción en los resultados obtenidos, aunque el elevado volumen de activos improductivos sigue influyendo negativamente en la rentabilidad.

La solvencia de las entidades españolas sigue estando por encima del mínimo regulatorio. Así, la ratio de capital ordinario de nivel 1, CET1, a finales de 2016 alcanzó el 12,8 %, 16 puntos básicos (pb) por encima del dato de 2015. La evolución a lo largo del tiempo muestra que, desde 2013, la ratio de capital total regulatorio de las entidades de depósito españolas se ha incrementado en casi 150 pb.

### 2 Factores de riesgo

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

1	Rentabilidad bancaria reducida en un entorno de tipos de interés muy bajos en el que el volumen de negocio sigue todavía en descenso, existe un nivel alto de activos improductivos, aunque en continua reducción, y se ha producido un aumento de los costes legales.
2	Corrección en el precio de los activos financieros de renta variable y renta fija asociada a una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas, a una normalización más rápida de la prevista en la política monetaria en EEUU y/o a un aumento de las primas de riesgo que podría venir acompañada de aumentos en los tipos de interés a largo plazo.
3	Revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de la actividad económica internacional debida a los efectos asociados al resurgimiento de posiciones proteccionistas, la evolución de la política monetaria en EEUU y a otra serie de riesgos geopolíticos subyacentes.

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.

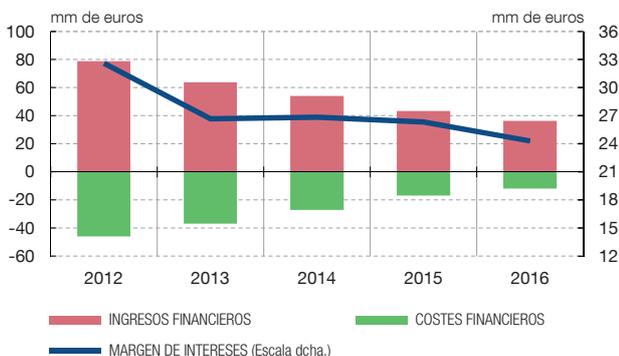
Estos tres factores de riesgo coinciden, a grandes rasgos, con los señalados en el IEF anterior aunque su ordenación se ha visto alterada pasando a un segundo lugar de relevancia la posible corrección en el precio de los activos. Como se viene apuntando, dichos factores afectan no solo al sistema financiero español sino también al resto de sistemas bancarios de la eurozona, a la vez que están interconectados entre sí y la materialización de alguno de ellos puede producir la activación de cualquiera de los otros dos.

## 2.1 BAJA RENTABILIDAD DEL NEGOCIO BANCARIO

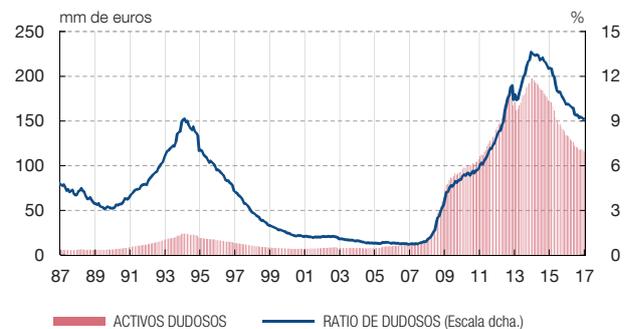
Los reducidos tipos de interés actuales junto al bajo volumen de negocio bancario, limitan de forma significativa la capacidad de generación de resultados por parte de las entidades de depósito españolas. El gráfico A muestra la evolución en los últimos años del margen de intereses del negocio doméstico, pudiéndose apreciar con claridad su caída en función de la evolución presentada por los ingresos y costes financieros. Como se aprecia, la rentabilidad de los componentes del activo (ingresos) se ha reducido en algo más del 50 % en los últimos cinco años, mostrando una evolución similar el conjunto de los costes, conduciendo al margen a un nivel de mínimos históricos.

El aún elevado volumen de activos improductivos (dudosos y adjudicados) contribuye a incrementar la presión sobre la cuenta de resultados de las entidades (véase gráfico B para activos dudosos y gráfico 2.12 para adjudicados), si bien es cierto que su progresiva reducción, consecuencia de la mejora en las condiciones macroeconómicas y las menores cargas por intereses asociadas a los niveles de tipos de interés reducidos, reduce la presión que, vía márgenes, tiene lugar en la cuenta de resultados de las entidades españolas. Recientemente, el incremento de los costes legales, como consecuencia de una serie de sentencias judiciales, ha provocado el aumento de la importancia del riesgo legal para los bancos españoles.

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



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



FUENTE: Banco de España.

Finalmente, ha continuado el proceso de ajuste en la capacidad productiva lo que ha permitido mantener la ratio de eficiencia de las entidades españolas en el entorno del 50 %, situándolas en mejor posición relativa que otros sistemas de nuestro entorno, aunque esto ha sido insuficiente para aumentar la rentabilidad de los recursos propios de manera significativa en el último año.

## 2.2 CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

La evolución reciente de los precios negociados en los mercados financieros internacionales parece responder a un mayor optimismo de los participantes sobre las perspectivas macroeconómicas mundiales, evolución que está en parte vinculada con algunas reformas anunciadas por la nueva administración en Estados Unidos. Ello se ha reflejado en aumentos en los tipos de interés a largo plazo, revalorizaciones de las acciones cotizadas y descensos de las primas de riesgo crediticio (véanse gráficos C y D). En este sentido, una aplicación más lenta de la prevista, la no aprobación de algunas medidas anunciadas, o la materialización de algunos de los riesgos comentados anteriormente podrían desencadenar correcciones en las valoraciones de los activos financieros a través de su impacto negativo sobre las expectativas de beneficios futuros de las empresas o de aumentos en las primas de riesgo. Asimismo, los tipos de interés a largo plazo podrían repuntar si el ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos fuera más rápido del que se anticipa o si se elevan las primas por plazo incorporadas en dichas rentabilidades, que se sitúan todavía en niveles históricamente reducidos. Este eventual ascenso de las rentabilidades a largo plazo podría también desencadenar correcciones en los precios de los activos con riesgo.

Si la corrección en el precio de los activos financieros y/o el repunte de los tipos de interés a largo plazo fueran abruptos, podrían tener efectos negativos sobre la estabilidad financiera a través de varias vías. Por una parte, se generarían pérdidas a corto plazo en el valor de las carteras de los intermediarios financieros. Por otra, podría producirse un deterioro de las condiciones de financiación de los distintos sectores productivos, aunque una mayor pendiente de la curva de tipos de interés podría beneficiar a medio plazo a las entidades de depósito.

## 2.3 REVISIÓN A LA BAJA EN LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL Y ESPAÑOLA

Durante los últimos meses, la actividad económica se ha acelerado tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (aunque no de forma homogénea en estas últimas). Sin embargo, los riesgos sobre las perspectivas de crecimiento son elevados. Entre estos destacan, por un lado, los asociados al resurgimiento de posiciones proteccionistas que podrían tener efectos negativos sobre el comercio mundial, y, por otro, una normalización de

C TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



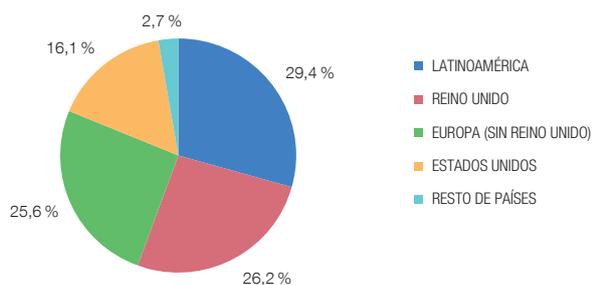
D PENDIENTE DE LA CURVA DE TIPOS (a)



FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre el tipo a 10 años y el tipo a 3 meses. Las líneas de puntos representan las medias históricas desde el 01/01/2001.

**E DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS EN LA ACTIVIDAD INTERNACIONAL DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS**



**F VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS E INCERTIDUMBRE POLÍTICA**



FUENTES: Banco de España y Economic Policy Uncertainty.

- a Volatilidad media mercado de bonos (MOVE), mercado bursátil (VIX) y tipos de cambio frente al dólar del euro, yen y libra.
- b Índice de Incertidumbre Política Global (Global EPU Index).

la política monetaria en Estados Unidos más rápida de la prevista. Esta última podría conducir a una elevación de los tipos de interés a largo plazo, que podría trasladarse a otras economías y generar una salida de flujos de capital de las economías emergentes. Dentro de la UEM, cabe destacar la incertidumbre asociada a las negociaciones para la salida del Reino Unido de la Unión Europea y al resultado de algunos procesos electorales. La materialización de alguno de estos riesgos junto con la incertidumbre generada podrían tener efectos negativos sobre la economía española o sobre otras en las que las entidades españolas mantienen exposiciones significativas, pudiendo afectar a la calidad de sus activos (véanse gráficos E y F).

Los riesgos identificados anteriormente se analizan en mayor detalle a lo largo de este IEF con el objetivo de mostrar su posible impacto en el sistema financiero, en particular, en la actividad llevada a cabo por las entidades de depósito españolas con especial atención a su rentabilidad y solvencia.

### 3 Análisis y política macroprudencial

El capítulo 3 describe la línea de actuación, en temas de política macroprudencial, seguida por el Banco de España recientemente. En concreto se describen las decisiones relacionadas con la determinación del nivel del colchón de capital anticíclico, así como las iniciativas llevadas a cabo tanto con respecto a la identificación de entidades sistémicas, como las relativas al nivel del recargo de capital (colchón de capital) exigido a las mismas.

# 1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS

## 1.1 Entorno exterior del área del euro

Las economías avanzadas presentan signos generalizados de fortalecimiento de la actividad económica...

... pero en un entorno de mayor incertidumbre global por los cambios...

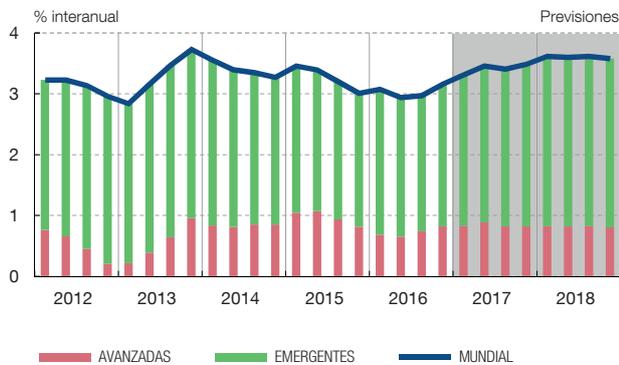
Tras una primera mitad de 2016 relativamente débil, la actividad económica repuntó en la segunda parte del año, en particular, entre las economías avanzadas, mientras que la estabilidad observada en el conjunto de emergentes enmascara una elevada heterogeneidad entre países (véase gráfico 1.1.A). Cabe destacar el dinamismo de Asia, favorecido por las medidas de estímulo en China y en algunos otros países del área, en contraste con la debilidad que aún caracteriza a Latinoamérica. Los indicadores económicos de principios de este año, tanto los de confianza como los de actividad, confirman esta mejoría en la evolución de la economía mundial. De este modo, el año 2017 ha comenzado, por primera vez en los últimos años, en un contexto de revisiones al alza en las previsiones de crecimiento del PIB mundial, en especial en el caso de las economías avanzadas. Las tasas de inflación en las economías avanzadas se han incrementado gradualmente (véase gráfico 1.1.B), en línea con la evolución de los precios de las materias primas, y también se observa un repunte de las expectativas de inflación, aunque la inflación subyacente todavía se encuentra alejada de los objetivos de los bancos centrales.

Sin embargo, la incertidumbre en torno a las previsiones de crecimiento es muy elevada, principalmente por la reorientación prevista de las políticas económicas en Estados Unidos, hacia una política fiscal sustancialmente más expansiva, que conllevaría una normalización

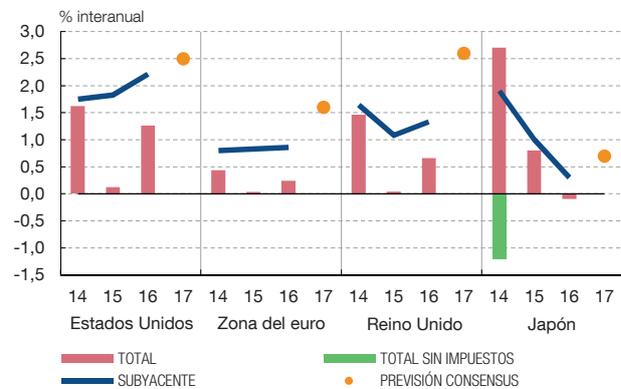
### INDICADORES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN

GRÁFICO 1.1

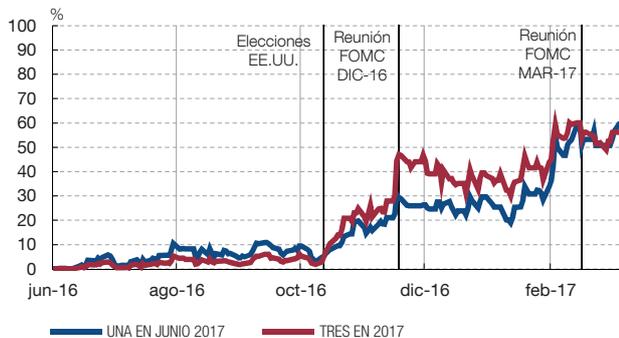
#### A CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



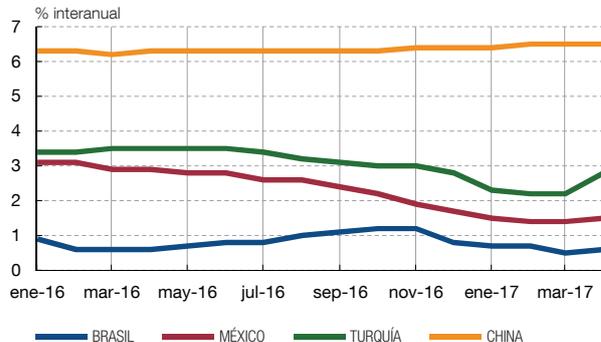
#### B PRECIOS DE CONSUMO



#### C PROBABILIDAD DE SUBIDAS EN 2017 EN EL INTERVALO OBJETIVO DE LOS FONDOS FEDERALES



#### D ECONOMÍAS EMERGENTES. PREVENSIONES DE CRECIMIENTO PARA 2017



FUENTES: Datastream, Bloomberg, FMI (WEO octubre 2016), Consensus Forecast y Banco de España.

... esperados en las políticas económicas en algunos países desarrollados...

más rápida del tono de la política monetaria, y con la adopción de medidas proteccionistas, que afectarían tanto al comercio de bienes como a los movimientos de las personas y de capitales. Estas limitaciones a los flujos comerciales, migratorios y de capitales, especialmente si fueran replicadas en otras áreas, podrían afectar profundamente a las perspectivas de crecimiento mundial a medio y largo plazo.

... en particular en EEUU, donde se espera que continúen las subidas de tipos, y que...

Aunque todavía no están definidos el tamaño, la composición y el calendario del paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos, la combinación de una reducción de los impuestos directos, dependiendo de quienes sean los principales beneficiarios, y de un incremento del gasto en infraestructuras induciría un impulso expansivo a corto plazo, con repercusiones positivas más allá de Estados Unidos. No obstante, existen una serie de factores que podrían limitar el impacto favorable sobre la actividad. Entre ellos, los elevados niveles de deuda pública pueden reducir significativamente el efecto de un estímulo fiscal si afectan negativamente a la confianza de los agentes y elevan las primas de riesgo. Por otra parte, dada la mejoría en la situación cíclica de la economía americana no se pueden descartar efectos *crowding-out* sobre la demanda privada y aumentos de la inflación que serían contrarrestados con una política monetaria más restrictiva. De hecho, las expectativas de mercado respecto a los tipos de interés oficiales en Estados Unidos se han alineado con las proyecciones del FOMC (Federal Open Market Committee, encargado de supervisar las operaciones de mercado abierto en Estados Unidos) y descuentan tres subidas de 25 pb del tipo de interés oficial durante 2017, incluida la subida que ha tenido lugar en marzo (véase gráfico 1.1.C).

En este contexto, la estabilidad del dólar y de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos en los meses más recientes, tras el repunte observado en el último tramo del pasado año, ha contribuido a mantener las condiciones de financiación global relativamente estables. Sin embargo, a medida que se desarrolle el impulso fiscal, es probable que se produzca un endurecimiento más o menos gradual, que podría tener efectos adversos en particular en aquellas economías más expuestas a la financiación en dólares, pero también a nivel global, si se produce una traslación a los tipos de interés de largo plazo del resto de países.

... pueden afectar a algunas economías, principalmente emergentes, como por ejemplo la mexicana

La proximidad geográfica y los estrechos vínculos comerciales, laborales y financieros entre México y Estados Unidos hacen que la economía mexicana sea una de las potencialmente más afectadas por el aumento de la incertidumbre asociada a los posibles cambios en la política económica de Estados Unidos. De hecho, en las semanas posteriores a las elecciones en dicho país, los mercados financieros mexicanos experimentaron un fuerte deterioro. No obstante, con posterioridad ese deterioro se ha revertido parcialmente apoyado por el buen tono de la economía global, la estabilización del dólar y las perspectivas de un alcance limitado de la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés).

Más allá del caso mexicano, las economías emergentes en general son especialmente sensibles a un posible endurecimiento de las condiciones financieras globales, a episodios de deterioro del sentimiento inversor y a medidas que restrinjan los intercambios comerciales y financieros y los flujos migratorios (en relación con posibles revisiones en las perspectivas de crecimiento véase gráfico 1.1.D). En particular, las economías con elevada dependencia de la financiación exterior y con deudas denominadas en moneda extranjera, sin suficientes coberturas financieras o reales, podrían verse afectadas por los aumentos de los tipos de interés en el exterior y la depreciación de sus monedas. Entre estas economías se encuentran algunas a las que el sector corporativo español presenta una exposición

significativa, y en las que, dada la distribución de la actividad financiera de las entidades de depósito en el exterior (véase gráfico 1.2), existe una notable exposición.

Turquía está endureciendo su política monetaria con el objetivo de evitar la depreciación de la lira y frenar la inflación

Así, la economía turca es una de las más expuestas a un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, dada su dependencia de la financiación exterior. Tras el fallido golpe de estado del pasado julio, la actividad económica ha experimentado una severa contracción en la segunda mitad de 2016, que se ha cerrado con un crecimiento del PIB del 2,9 % (tras el 6,1 % de 2015). El margen de política económica está muy constreñido y, de hecho, el banco central está endureciendo su política monetaria para evitar la depreciación de la divisa, frenar la inflación y sostener las entradas de capitales. La solvencia de las cuentas públicas proporciona un punto de apoyo necesario para fundamentar su reactivación económica.

Brasil, en proceso de ajuste, ha visto reducido su PIB en 2016 un 3,6 %, en un entorno de caída del crédito y reducción de tipos

Brasil es una economía mucho menos dependiente de las condiciones de financiación externas y su grado de apertura comercial también es reducido. Sin embargo, desde una perspectiva doméstica, el proceso de ajuste ante la grave crisis fiscal e institucional que padece el país está resultando más lento de lo anticipado, y 2016 se ha cerrado con un retroceso del PIB del 3,6 % (tras la caída del 3,8 % de 2015). La demanda interna ha seguido contrayéndose a tasas elevadas en un contexto de fuerte caída del crédito y deterioro del mercado laboral. En el lado positivo, el ajuste del gasto y los ingresos ligados a la amnistía fiscal han contribuido a la consecución del objetivo de déficit primario y han generado una cierta confianza en la estrategia de consolidación gradual del Gobierno. Además, la fuerte reducción de la inflación, que se ha situado en el entorno del 5 % en febrero, amplía el margen de maniobra del banco central para continuar reduciendo el tipo de interés oficial, tras los recortes de 250 pb llevados a cabo desde julio de 2016. En todo caso, el restablecimiento de la credibilidad fiscal sigue siendo clave para la consolidación de la recuperación y, en este sentido, tras la aprobación de la enmienda constitucional que limita el crecimiento del gasto público al de la inflación, el Gobierno ha propuesto una reforma clave de un sistema de pensiones que generaba una deriva insostenible en estos gastos.

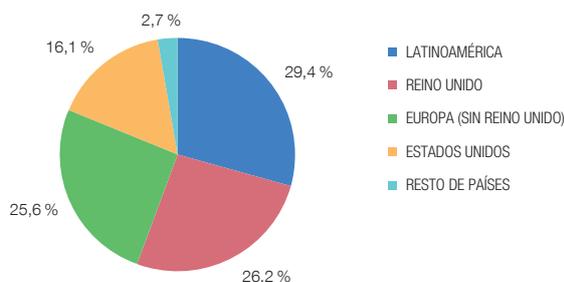
Por otro lado, los riesgos procedentes de China parecen haberse atenuado

En una perspectiva más sistémica, en el caso de China los riesgos sobre el crecimiento parecen haberse atenuado en el corto plazo como resultado de las políticas de estímulo para apoyar la actividad y de medidas administrativas para frenar las salidas de capitales

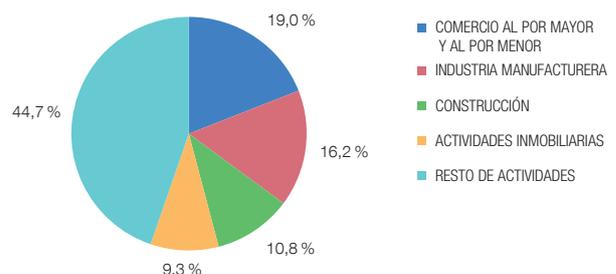
## EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. PRÉSTAMOS Entidades de depósito españolas

GRÁFICO 1.2

A DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS



B DISTRIBUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Banco de España.

y estabilizar el mercado cambiario. Aunque algunos desequilibrios de la economía se han ampliado, sobre todo el avance excesivo del crédito y la elevada deuda corporativa, las autoridades cuentan con herramientas para gestionar la situación con ciertos márgenes.

En el Reino Unido, tras la puesta en marcha de la salida de la UE, los datos más recientes apuntan a una cierta ralentización de la economía

Finalmente, la economía británica constituye otro foco de riesgo. La invocación del artículo 50 del Tratado de la Unión Europea supone el inicio formal de las negociaciones para la salida del Reino Unido de la UE y para el establecimiento de un nuevo marco de relaciones entre ambos bloques económicos. La configuración precisa de este nuevo marco, en particular en lo relativo a la prestación de servicios financieros, es una cuestión muy relevante para las perspectivas de la UE y, sobre todo, del Reino Unido. En términos más generales, aunque la economía británica ha mostrado una notable resistencia tras el referéndum, los datos más recientes apuntan a una cierta ralentización de la actividad económica en este nuevo entorno. No es descartable que durante el proceso de negociación se produzcan algunos episodios de estrés en los mercados financieros, principalmente en Europa.

En este contexto, los mercados financieros han tendido a reaccionar positivamente ante la reorientación esperada de las políticas económicas...

La evolución de los mercados financieros en este período ha pasado a estar condicionada principalmente por el mencionado cambio en el tono de las políticas económicas. Tras el resultado electoral en Estados Unidos, la expectativa de los efectos expansivos de las políticas económicas anunciadas por la nueva administración ha tendido a predominar, dando lugar a un aumento en las cotizaciones bursátiles, una reducción de las primas de riesgo de crédito y un moderado incremento de la prima a plazo y de los tipos de interés (véanse gráficos 1.3.A y B). De hecho, tras un cierto repunte inmediatamente posterior a las elecciones, los índices de volatilidad implícita, que reflejan el coste de protección frente a un aumento de la incertidumbre, se encuentran en niveles muy reducidos, lo que contrasta con el aumento en los indicadores que aproximan el grado de incertidumbre política (véase gráfico 1.3.C).

En el caso de los mercados emergentes, tras una reacción inicial muy negativa al resultado de las elecciones estadounidenses, también se ha observado un tono de optimismo, que se ha traducido en fuertes entradas de capital en los primeros meses del año, aumentos de los índices bursátiles y descensos de las primas de riesgo en la mayoría de las áreas (véanse gráficos 1.3.D y E).

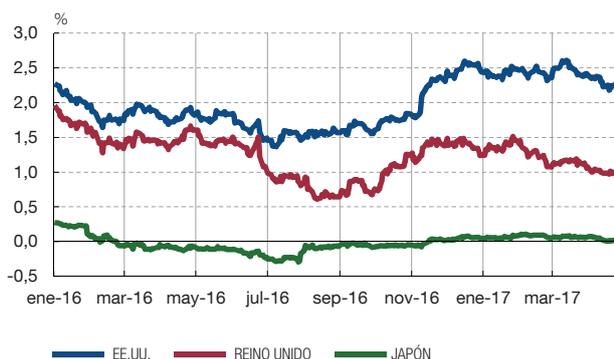
... si bien el entorno no se encuentra exento de riesgos

En cualquier caso, a pesar de la situación de relativa complacencia en los mercados de capitales, existen varios elementos que podrían alterar este contexto y afectar a las valoraciones de distintos activos financieros.

Así, un entorno de mayor crecimiento económico y presiones de inflación en Estados Unidos (véase gráfico 1.3.F) podrían implicar un ajuste al alza de los tipos de interés más rápido que el esperado por los inversores, que no sólo afectaría a la rentabilidad a largo plazo de la deuda americana —que aún se mantiene en niveles relativamente reducidos— sino que podría extenderse a los mercados de crédito, renta variable y cambiarios, así como a otros países, dada la posición central que ocupa Estados Unidos en el sistema financiero internacional.

Por otro lado, las elevadas valoraciones bursátiles en Estados Unidos están asentadas en parte no sólo en la mejora de los resultados empresariales que se han presentado hasta el momento, sino también en el efecto esperado de la ambiciosa agenda de cambio fiscal y de modificaciones regulatorias. En este sentido, un ritmo de implantación más lento, menos ambicioso de lo esperado, o incluso la no aprobación de algunas medidas también podrían desencadenar importantes ajustes en estos mercados.

A TIPOS DE INTERÉS BONOS A 10 AÑOS



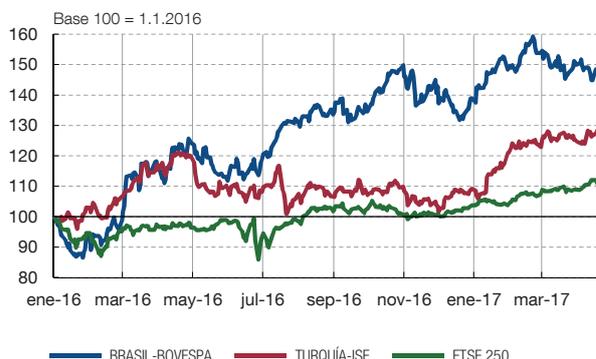
B EE.UU.: TIPOS DE INTERÉS BONOS A 10 AÑOS Y PRIMA DE PLAZO



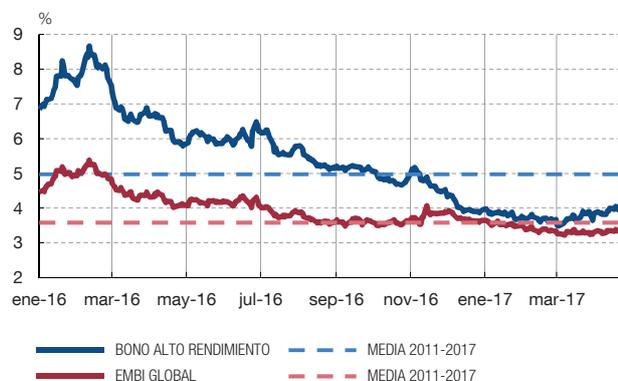
C VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS E INCERTIDUMBRE POLÍTICA



D ÍNDICES BURSÁTILES



E DIFERENCIALES CORPORATIVOS EN EE.UU. Y EMBI GLOBAL



F EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EE.UU. (c)



FUENTES: Datastream, Bloomberg, Reserva Federal de Nueva York, Economic Policy Uncertainty, *Consensus Forecast* y Banco de España.

- a Volatilidad media del mercado de bonos (MOVE), mercado bursátil (VIX) y de los tipos de cambio frente al dólar del euro, yen y libra.
- b Índice de Incertidumbre Política Global (Global EPU Index).
- c Elaboración propia a partir de *swaps* de inflación de Bloomberg.

Por último, no puede descartarse la influencia de episodios de incertidumbre de naturaleza geopolítica en un contexto en el que aumentan las tendencias proteccionistas en el ámbito comercial y en el que persisten las tensiones en torno a los flujos migratorios.

## 1.2 Los mercados financieros en la UEM y en España

Desde el anterior IEF, publicado en noviembre de 2016, la evolución de los precios de los activos financieros emitidos por los residentes en la UEM ha estado en línea con la de los principales mercados internacionales. Así, los índices bursátiles se han revalorizado, las rentabilidades de la deuda a largo plazo se han elevado y las primas de riesgo de crédito

En los mercados financieros de la zona euro los índices bursátiles se han revalorizado, las rentabilidades de la deuda a largo plazo han aumentado y las primas de riesgo crediticio se han reducido, evolución que se ha producido a pesar de la elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas

Los precios de los valores emitidos por los bancos de la UEM han compartido estas mismas tendencias, aunque con una mayor intensidad

se han reducido (véase gráfico 1.4). Esta evolución ha venido acompañada, además, de una caída de las volatilidades implícitas en los mercados de renta variable (véase gráfico 1.5.A). Estos desarrollos parecen responder a una visión más positiva de los mercados sobre las perspectivas macroeconómicas a nivel internacional y a su menor preocupación por los riesgos, a pesar de la mayor incertidumbre sobre la evolución económica futura, ligada en parte al curso de las políticas económicas en algunas de las principales economías avanzadas, como Estados Unidos, Reino Unido o la propia UEM. Así, en el área del euro, los índices de riesgo político repuntaron durante el primer trimestre hasta situarse en niveles históricamente elevados (véase gráfico 1.5.B), como consecuencia de la incertidumbre en torno al resultado de las citas electorales celebradas en varios países miembros. Con posterioridad, a raíz del resultado de la primera vuelta de las elecciones francesas, se produjo una cierta recuperación de los precios de los activos financieros europeos y, en particular, de aquellos que habían acusado en mayor medida las dudas en torno al desenlace de dichas elecciones.

Las cotizaciones bursátiles de los bancos de la UEM también han mostrado, en general, una pauta de recuperación, con revalorizaciones de los índices del sector (de alrededor del 29 % desde finales de octubre) que han sido más intensas que las de los generales (en torno al 18% en el caso del Euro Stoxx 50). A pesar de ello, los precios de las acciones se sitúan todavía en niveles reducidos en relación con los valores en libras. Por su parte, las primas de los CDS han mantenido una tendencia descendente y el coste de emisión de valores de renta fija a largo plazo ha repuntado, en línea con lo observado en los mercados de deuda pública.

## EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

GRÁFICO 1.4

### A ÍNDICES BURSÁTILES



### B TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### C ÍNDICES BURSÁTILES BANCARIOS

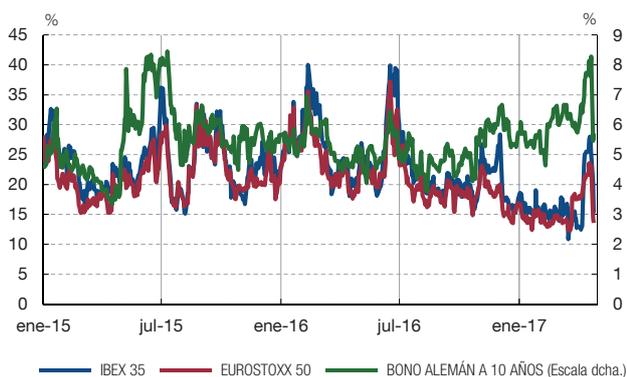


### D CDS BANCARIOS A CINCO AÑOS

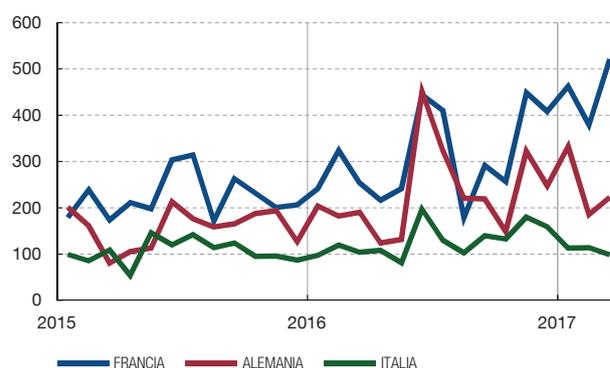


FUENTES: Banco de España, Bloomberg y Datastream.

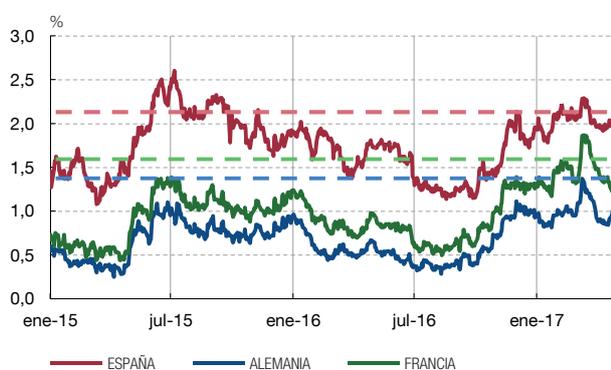
A VOLATILIDAD IMPLÍCITA



B ÍNDICES DE INCERTIDUMBRE POLÍTICA (a)



C PENDIENTE DE LA CURVA DE TIPOS (b)



D PER AJUSTADO AL CICLO (c)



FUENTES: Banco de España, Bloomberg y Datastream.

a Índice de incertidumbre en la política económica. S. Davis, «An Index of Global Economic Policy Uncertainty», [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com).

b Diferencia entre el tipo a 10 años y el tipo a 3 meses. Las líneas de puntos representan las medias históricas desde el 01/01/2001.

c El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios. Las líneas de puntos representan las medias históricas desde el 02/01/2005.

En los mercados españoles, el diferencial de rentabilidad de la deuda española con la alemana se ha ampliado, y la revalorización de las acciones de las empresas cotizadas ha estado en línea con la observada en la UEM

En el mercado español, la rentabilidad del bono a 10 años se ha incrementado desde el 1,2 % a finales de octubre del año pasado hasta el 1,6 % en la fecha de cierre de este IEF. Dado que el tipo equivalente alemán ha aumentado en menor medida en este periodo, el diferencial entre ambos ha ascendido desde los 100 pb hasta situarse cerca de los 130 pb. En el sector privado, la subida en el coste de emisión de valores se habría visto atenuada por la reducción de las primas de riesgo crediticio, tanto en el caso de las entidades bancarias, como en el de las sociedades no financieras. Y en las bolsas, la revalorización de los índices de los valores españoles ha sido similar a la observada en el conjunto de la UEM, tanto en el caso de los generales como en los del sector bancario.

Aunque en la UEM no hay indicios de que el precio de los activos financieros se encuentre desalineado respecto a sus fundamentales, la materialización de algunos riesgos podría generar correcciones en los precios y un endurecimiento de las condiciones de financiación

El repunte de las rentabilidades de la deuda a largo plazo ha elevado la pendiente de las curvas de tipos de interés, acercándose hacia sus promedios históricos (véase gráfico 1.5.C), lo que puede interpretarse como un movimiento de normalización. Por su parte, en los mercados de renta variable de la UEM los indicadores de valoración muestran que las cotizaciones no se encuentran desalineadas con respecto a su relación histórica con los beneficios empresariales (véase gráfico 1.5.D). En todo caso, la recuperación reciente de los mercados europeos e internacionales parece estar apoyada en unas expectativas más optimistas de los mercados sobre la evolución macroeconómica y en una menor preocupación por los riesgos. En este sentido, la materialización de alguno de los riesgos sobre

el crecimiento mundial comentados en la sección anterior podría traducirse en correcciones en los precios de los activos financieros y/o en elevaciones adicionales de los tipos de interés a largo plazo que, si fueran abruptas, podrían desencadenar potenciales efectos negativos tanto sobre las condiciones de financiación de los distintos agentes como sobre el valor de las carteras de las entidades de depósito.

### 1.3 El entorno macroeconómico en la UEM y en España

Crecimiento sostenido pero moderado del PIB de la UEM, que se espera que continúe en el horizonte de previsión

Notable repunte de la inflación, superior al esperado, pero impulsado por factores de carácter transitorio

Los principales riesgos proceden del sector exterior y de la incertidumbre política en algunos países del área

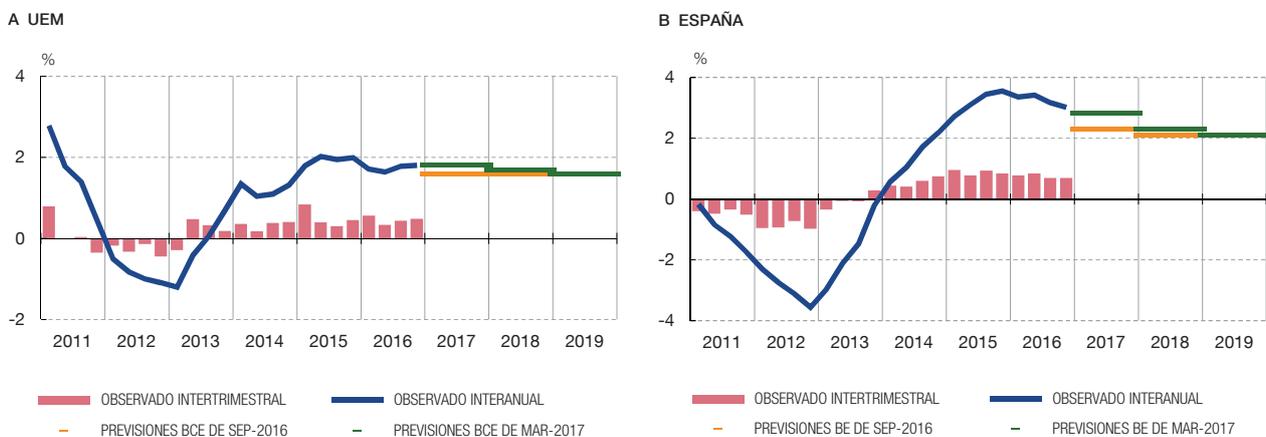
En el segundo semestre de 2016, la actividad económica en la UEM continuó expandiéndose a tasas intertrimestrales del 0,5 %, en línea con el crecimiento medio que viene observándose prácticamente desde comienzos de 2015, y en el conjunto del año pasado, el PIB creció un 1,8 %. Las últimas previsiones del BCE, correspondientes al mes de marzo, apuntan al mantenimiento de ritmos de avance similares entre 2017 y 2019 (véase gráfico 1.6.A). Este dinamismo seguiría estando impulsado, fundamentalmente, por el aumento de la demanda interna, en un contexto de condiciones de financiación muy favorables, nuevos progresos en el desapalancamiento de todos los sectores y buen comportamiento del mercado de trabajo, a lo que se añadiría una cierta recuperación de la demanda mundial en el horizonte de previsión.

La inflación del área del euro, medida con el IAPC, se elevó desde el 0,4 %, en términos interanuales, en septiembre de 2016, al 1,5 % en marzo del año en curso (último dato disponible). Pero este aumento es el resultado de la desaparición de los efectos base de caídas previas en el precio del petróleo, y, en menor medida, del repunte no anticipado en la cotización de esta materia prima. Los componentes más estables (que excluyen la energía y los alimentos no elaborados) continuaron sin mostrar signos claros de recuperación. En consonancia, las previsiones del BCE de marzo de este año incluyeron una significativa revisión al alza del crecimiento de los precios en 2017, que se situaría en torno al 1,7 %, manteniéndose posteriormente alrededor de esa cifra, si bien las perspectivas con respecto a la medida que excluye los componentes más volátiles apenas registraron cambios.

Los principales riesgos para la consolidación de este escenario de recuperación sostenida y de avance hacia el cumplimiento de los objetivos de inflación en la UEM proceden del entorno exterior, a los que habría que añadir la incertidumbre con respecto a las políticas económicas futuras, derivada de los procesos electorales que tendrán lugar en diversos países del área a lo largo del año en curso, tal y como se ha mencionado anteriormente en la sección 1.2.

CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES

GRÁFICO 1.6



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

En ese contexto, el Eurosistema extendió en el tiempo la vigencia del programa de compra de activos y mantuvo sin cambios los tipos de interés

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de diciembre, decidió ampliar la vigencia del programa de compra de activos en nueve meses, hasta finales del año en curso, y, como mínimo, hasta que la inflación retome una senda coherente con el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo, si bien con un ritmo ligeramente inferior al aplicado hasta marzo de este año (60 mm de euros mensuales, frente a los 80 mm previos). Asimismo, decidió mantener inalterados los tipos de interés, confirmando que estos seguirán en niveles bajos, como los actuales, durante un período prolongado, que excede el horizonte de las adquisiciones de valores financieros, y mostrando su predisposición a aplicar medidas adicionales, en caso necesario. Posteriormente, ya en marzo de este año, el Consejo de Gobierno reiteró su posición y sus perspectivas futuras para la política monetaria, aunque señalando la menor probabilidad de tener que tomar medidas expansivas adicionales como consecuencia de la reducción significativa de los riesgos de deflación en la UEM.

El PIB español continúa mostrando un dinamismo notable que, según las previsiones disponibles, continuaría en los próximos años, aunque a unos ritmos más moderados

En España, la actividad económica continuó mostrando un ritmo de avance elevado, con crecimientos del PIB del 0,7 %, en términos intertrimestrales, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2016. Si bien estos valores son algo inferiores a los del primer semestre, en el conjunto del año, el aumento del PIB fue del 3,2 %, cifra idéntica a la registrada en 2015. Dicha expansión vino determinada por la evolución favorable de la demanda interna (con un crecimiento interanual del 2,9 %) y por una ligera contribución positiva del sector exterior. La información disponible apunta a que durante el primer trimestre de este año el ritmo de avance del PIB habría sido algo superior al de tres meses antes. Las últimas proyecciones publicadas por el Banco de España para el período 2017-2019 (correspondientes a marzo de 2017) suponen una revisión al alza respecto a las últimas previsiones de diciembre de 2016 (de 2,5 % a 2,8 % para 2017, de 2,1 % a 2,3 % para 2018 y de 2,0 % a 2,1 % para 2019) y evidencian una continuación de la pauta expansiva, si bien a ritmos más moderados como consecuencia de la desaparición de los impulsos expansivos transitorios como consecuencia de la evolución descendente del precio del petróleo, la mejora de las condiciones de financiación de los residentes y el tono expansivo de la política fiscal (véase gráfico 1.6.B).

La inflación repuntó en España más que en la UEM debido al incremento de los precios de la energía

La tasa de variación interanual del IPC se incrementó en España desde el 0,2 %, de septiembre de 2016, al 2,3 %, en marzo del año en curso (última información disponible), aumento claramente superior al registrado en la UEM y que supone un cambio en el signo del diferencial de inflación entre ambas áreas (medido con el IAPC), que pasó de ser inferior en España en 0,4 puntos porcentuales (pp) a serlo en la UEM en 0,6 pp. No obstante, este desarrollo se debió, fundamentalmente, al comportamiento del sector energético, y cabe esperar, por tanto, que tenga un carácter transitorio. Así, el IPSEBENE, que excluye los componentes más volátiles de energía y alimentos no elaborados, mostró un repunte mucho menor, de dos décimas en el período señalado. Resultado de los notables movimientos en el precio del petróleo, las previsiones del Banco de España para el año en curso se revisaron al alza en 0,7 pp, hasta el 2,2 % para el conjunto de 2017, con respecto de lo esperado seis meses atrás, pero se mantuvieron sin grandes cambios para los años 2018 y 2019 (en los que se esperan aumentos del 1,5 % y 1,7 %, respectivamente, cifras similares a las esperadas para el área del euro).

Prosigue la recuperación en precios y cantidades del mercado de la vivienda

En el mercado de la vivienda, prosiguió la recuperación de la demanda durante el segundo semestre de 2016, aunque a un ritmo ligeramente decreciente. En el conjunto del año, las compraventas se elevaron por encima del 10 % con respecto a 2015 y la tasa de avance interanual de los precios cerró el año en el 4,5 %, tres décimas por encima del registro de doce meses antes, constituyendo ya el tercer año consecutivo de aumentos. El tono positivo del sector favoreció un mayor dinamismo de la iniciación de viviendas que, no obstante, partía

de niveles extraordinariamente bajos y sobre la que pesa todavía un volumen relativamente elevado de inmuebles sin vender, en un contexto de bajo crecimiento del número de hogares.

Mejora de la posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras

El avance de la actividad económica, de la rentabilidad de las empresas y del empleo está contribuyendo a mejorar la posición patrimonial agregada de los hogares y las sociedades no financieras españolas, al elevar sus rentas en un contexto en el que sus deudas continúan reduciéndose. Los bajos tipos de interés han propiciado, además, caídas de la carga financiera de la deuda que, en ambos sectores, se encuentra actualmente en niveles mínimos desde el año 2000 (véase gráfico 1.7). En el caso de las familias, la recuperación del mercado de la vivienda ha ayudado a aumentar su riqueza y constituye un elemento más de fortalecimiento de su posición patrimonial. El menor endeudamiento privado hace que tanto empresas como hogares sean, en general, menos vulnerables a una evolución adversa de sus rentas o una elevación de los tipos de interés, si bien el predominio de la financiación a corto plazo y/o a tipos de interés variables hace que la transmisión de los movimientos en las rentabilidades de los mercados monetarios a los costes medios de la deuda viva sea relativamente rápida.

Las primeras medidas de ajuste del nuevo Gobierno elevan la probabilidad de cumplimiento de los...

En el sector público, la formación de un nuevo Gobierno a finales del año pasado y las primeras medidas de ajuste introducidas desde entonces han permitido cumplir con el objetivo de déficit público acordado con el Consejo Europeo para 2016. Con todo, el endeudamiento público es todavía muy elevado, situándose todavía en cotas cercanas al 100 %, y representa una fuente de vulnerabilidad frente a una evolución económica

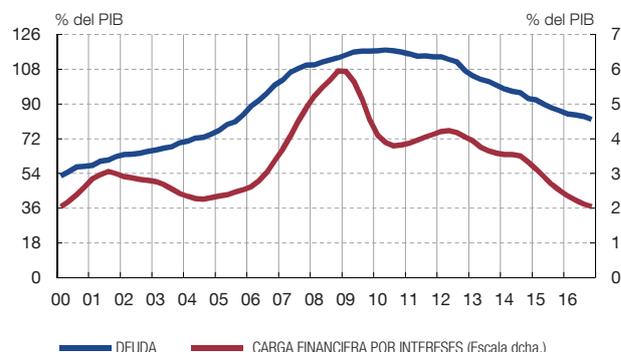
## RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA

GRÁFICO 1.7

### A HOGARES



### B SOCIEDADES NO FINANCIERAS



### C ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



### D POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

... nuevos objetivos de déficit de las AAPP, aunque persiste cierta incertidumbre y un nivel de deuda elevado, que se refleja también en un todavía abultado endeudamiento externo de nuestra economía

En conjunto, pese a los avances en la corrección de los desequilibrios y el dinamismo reciente de la actividad, persisten todavía algunos elementos de incertidumbre

adversa o a incrementos en el coste de financiación, si bien en este último caso la elevada duración media de la deuda viva es un importante factor mitigante. Además, el abultado volumen de pasivos de este sector se refleja en la posición de inversión internacional (PII) neta de la nación, que aunque se ha reducido en más de 10 pp desde los máximos de junio de 2014, todavía se encontraba, en diciembre de 2016 (última fecha disponible), en un 85,7 % del PIB, cifra elevada en términos comparativos internacionales y que supone un elemento de vulnerabilidad frente a potenciales perturbaciones en los mercados de financiación. Todo ello aconseja, por tanto, retomar con prontitud los esfuerzos de consolidación fiscal, tras dos ejercicios —2015 y 2016— en los que la política presupuestaria ha mostrado un tono ligeramente expansivo.

En conjunto, los avances logrados en la corrección de los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva previa a la crisis han permitido un retorno a ritmos de avance de la actividad significativos en los últimos años, y han favorecido la moderación del grado de vulnerabilidad de nuestra economía. No obstante, persisten algunos elementos de incertidumbre relacionados fundamentalmente con el entorno exterior comentados en la primera sección de este capítulo. Así, destaca la incertidumbre asociada al proceso de salida del Reino Unido de la UE, con efectos potencialmente negativos para la economía española, así como la relativa al resultado de algunos procesos electorales europeos.



## 2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA

A lo largo de este capítulo se analiza la situación de las entidades de depósito españolas, así como los principales riesgos a los que estas se enfrentan en el desarrollo de su actividad. Resumiendo el comportamiento de las principales variables del sector bancario español en 2016, se puede señalar que su activo total consolidado se redujo un 1,7 %, como resultado, principalmente, de la evolución del negocio en España, donde el crédito al sector privado residente cayó un 4 %. Los activos dudosos continuaron disminuyendo, aunque se desaceleró su tasa de caída. Como consecuencia de estas tendencias, la ratio de dudosos del crédito al sector privado en España disminuyó un punto porcentual, hasta el 9,2 % en diciembre de 2016, respecto a su valor de diciembre del año anterior. El resultado consolidado atribuido a la entidad dominante del conjunto del sector en 2016 superó los 10.800 millones de euros, siendo un 21 % inferior al del año 2015. Finalmente, en términos de solvencia del sistema, la ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) subió ligeramente y se situó en el 12,8 % en diciembre de 2016.

### 2.1 Evolución de los riesgos bancarios

#### 2.1.1 RIESGO DE CRÉDITO

En diciembre de 2016 los activos financieros en el exterior crecieron un 1,1 %, mientras que en los negocios en España cayeron un 4 %

La cartera crediticia en el extranjero se concentra...

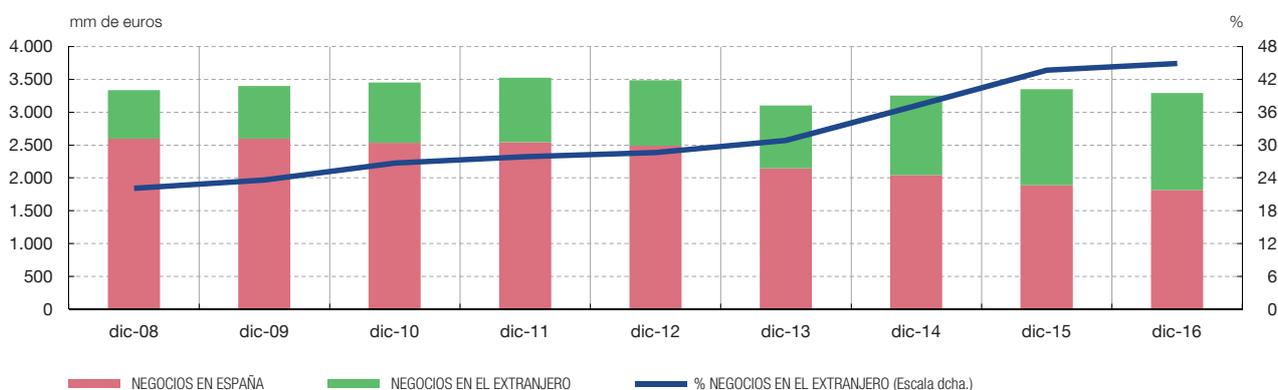
#### Exposición internacional

El activo total consolidado de las entidades de depósito españolas, que incluye tanto los negocios en España como los negocios en el extranjero a través de filiales y sucursales, disminuyó en 2016 un 1,7 % en tasa interanual, situándose en 3.603 mm de euros (véase Anejo 1). Esta reducción es el resultado de la evolución de la actividad en España, cuyos activos financieros totales (derivados, instrumentos de patrimonio, valores representativos de deuda y préstamos), que en diciembre de 2016 representaban más del 90 % del activo total, disminuyeron un 4 % durante 2016 en comparación con el mismo mes del año anterior (véase gráfico 2.1). En el extranjero, los activos financieros totales aumentaron ligeramente, con un crecimiento del 1,1 % en tasa interanual.

En lo que respecta a la cartera crediticia, las principales áreas geográficas en las que se concentra el negocio en el extranjero son: Europa (con más de la mitad de la exposición

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. ACTIVOS FINANCIEROS (a)  
Entidades de depósito

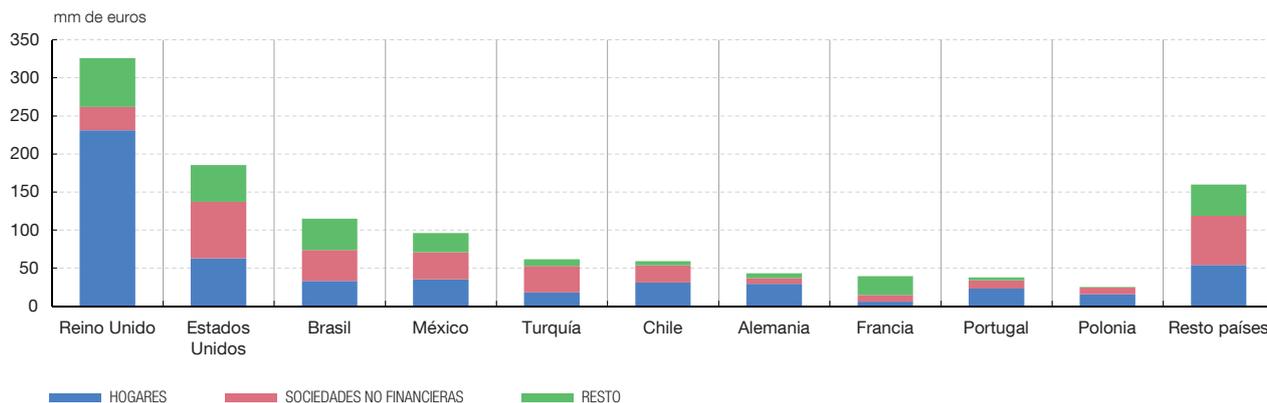
GRÁFICO 2.1



FUENTE: Banco de España.

a El total de activos financieros 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 extranjero.

## Entidades de depósito. Distribución geográfica de los préstamos por contraparte



FUENTE: Banco de España.

... principalmente en Europa (Reino Unido), seguida de Latinoamérica y EEUU

Por sector, destacan la financiación a hogares para la adquisición de vivienda, así como la financiación de actividades empresariales

El aumento de los negocios en el extranjero ha venido condicionado por la evolución de los tipos de cambio, con algunas excepciones

total y, en particular, el Reino Unido con un 26,2%), Latinoamérica (29,4%) y Estados Unidos, con un 16,1% (véanse gráficos 1.2.A y 2.2)<sup>1</sup>.

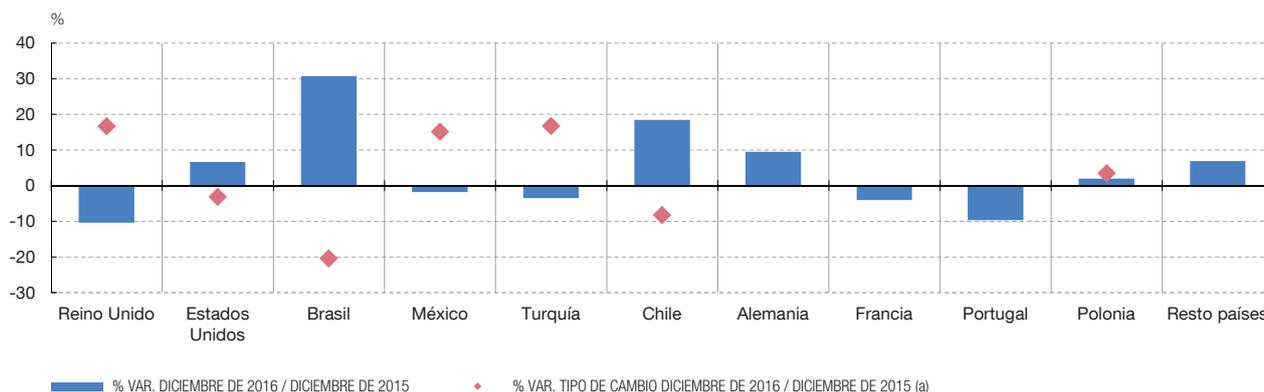
La concesión de crédito por parte de las entidades de depósito españolas en el exterior se destina, sobre todo, a financiar a hogares (46,9%), principalmente para adquisición de vivienda, y a sociedades no financieras (29,5%). En Europa, la exposición crediticia se concentra mayoritariamente en la financiación a hogares (en particular, para la adquisición de vivienda), mientras que en Latinoamérica y Estados Unidos la financiación a hogares y a sociedades no financieras representa porcentajes similares.

El gráfico 2.3 muestra las tasas de variación de las carteras de préstamos en los principales países en los que las entidades españolas desarrollan su negocio en el extranjero, y la evolución del tipo de cambio de las monedas distintas del euro. Como se observa en el gráfico, el crecimiento de los negocios en el extranjero en 2016 vino condicionado, en buena medida, por la evolución de los tipos de cambio, aunque con algunas excepciones. En concreto, la cartera de préstamos en el Reino Unido se redujo un 10,4% en tasa interanual, caída que vino propiciada, en cierta medida, por la apreciación del euro frente a la libra esterlina (16,7%). Por el contrario, en Estados Unidos el aumento del 6,6% en la cartera crediticia fue acompañado de una depreciación del euro frente al dólar estadounidense del 3,2%. De forma similar, en Brasil y Chile, la apreciación del real brasileño (20,4%) y del peso chileno (8,3%) propició un aumento de la cartera crediticia del 30,7% y 18,4%, respectivamente, en tasa interanual. Por el contrario, la cartera de préstamos en México y Turquía se redujo en un 1,8% y 3,5%, respectivamente, debido, en parte, a la depreciación de sus respectivas monedas, peso mexicano (15,1%) y lira turca (16,7%).

En términos generales, como se ha comentado, el negocio internacional de las entidades españolas ha crecido ligeramente durante 2016, en línea con la mejoría de la actividad a nivel mundial. Sin embargo, la incertidumbre en las previsiones de crecimiento (en especial en aquellos países mencionados en el capítulo 1) es un riesgo que, de materializarse, podría limitar la operativa en el extranjero de los bancos.

<sup>1</sup> No se han considerado las decisiones estratégicas adoptadas por las principales entidades de depósito españolas en el primer trimestre de 2017 relacionadas con su expansión internacional.

Entidades de depósito. Desglose por países de residencia de la contraparte



FUENTE: Banco de España.

a Un valor positivo (negativo) de la tasa de variación indica una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa.

En todo caso, cabe señalar que la actividad que realizan las entidades de depósito españolas en el extranjero se desarrolla a través de filiales bajo criterios de autonomía financiera y, en general, se trata de una actividad local en moneda local, lo que mitiga bastante los riesgos derivados de tales actividades, entre otros los de interconexión (*interconnectedness*) y contagio financiero.

#### Activos dudosos

El volumen de activos dudosos continúa registrando tasas de caída superiores al 10 %...

Los activos dudosos totales a nivel consolidado disminuyeron durante 2016 un 10,3 % en tasa interanual. De esta forma, en 2016 el volumen de activos dudosos continuó la senda decreciente iniciada en 2014, con tasas de caída superiores al 10 %. También se redujo el peso relativo de los activos dudosos sobre los activos totales, desde el 4,5 % de diciembre de 2015 al 4,1 % de un año después (véase Anejo 1).

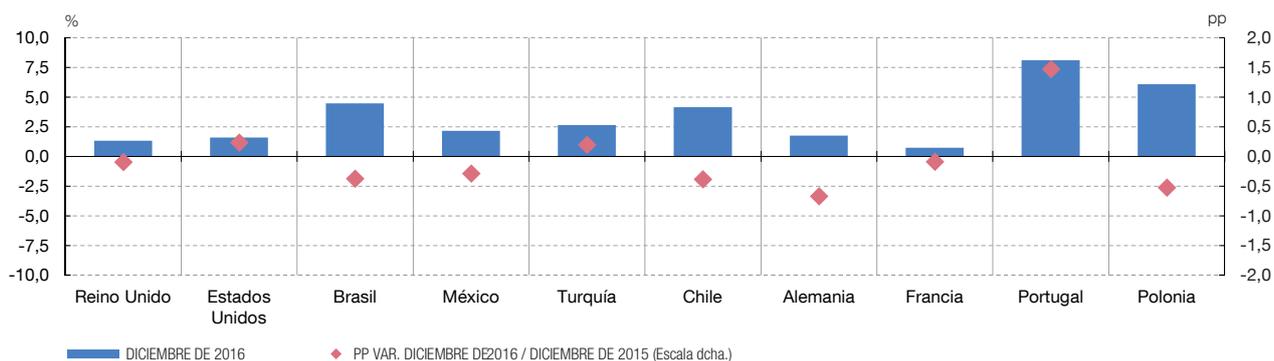
... situando la ratio de activos dudosos por debajo del 5 %

Esta reducción del volumen de dudosos provocó que la ratio de morosidad total se situara en el 4,8 % en diciembre de 2016 (frente al 5,3 % de diciembre de 2015), y que la ratio de morosidad de préstamos (créditos sin incluir renta fija) se redujera en 0,6 pp, hasta situarse en diciembre de 2016 en el 5,6 % (6,2 % un año antes), y ello, a pesar de la reducción del volumen de préstamos a nivel consolidado. Asimismo, la ratio de morosidad de los préstamos al sector privado también se redujo en 67 pb, pasando del 7,1 % en diciembre de 2015 al 6,5 % un año después.

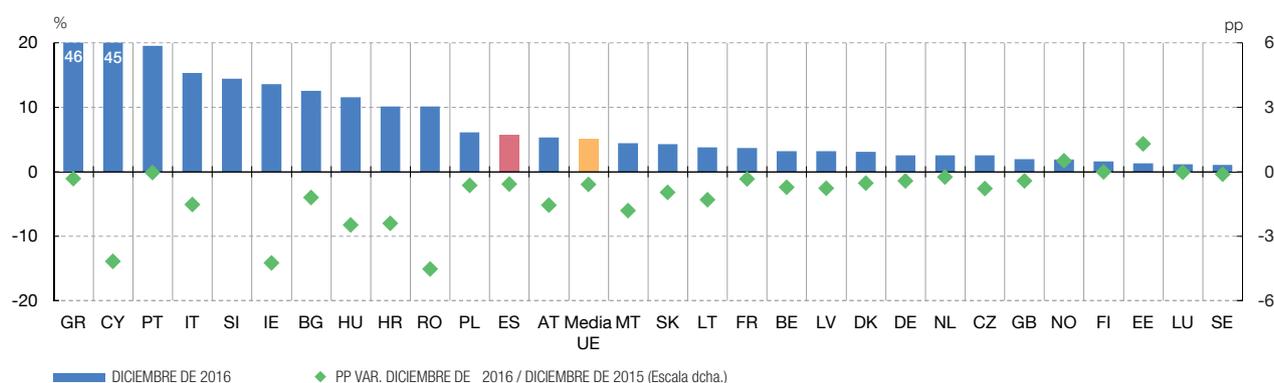
La ratio de morosidad de los préstamos en los principales países con presencia de la banca española no alcanza, con carácter general, el 5 %

Por otra parte, las entidades de depósito españolas registraron, en sus negocios en el extranjero, unas ratios de morosidad de préstamos que, con carácter general, fueron inferiores a las de sus negocios en España. En concreto, en diciembre de 2016, las ratios de morosidad en los países en los que las entidades españolas tienen mayor exposición se situaron por debajo del 5 % (e incluso por debajo del 2 % en el Reino Unido y Estados Unidos, países en los que se concentra casi la mitad de la exposición internacional de la banca española), excepto en Portugal y Polonia (con tasas de morosidad del 8,1 % y 6,1 %, respectivamente). En términos de evolución temporal, durante 2016 continuó la tendencia decreciente en las ratios de morosidad en los principales países, excepto en Estados Unidos y Turquía —con un aumento inferior a 0,2 pp—, y en Portugal —con un aumento cercano a 1,5 pp— (véase gráfico 2.4.A).

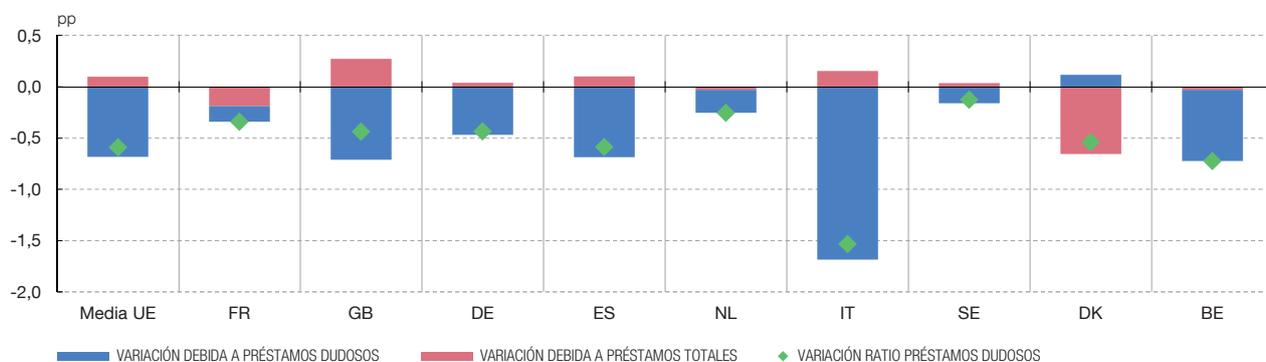
A EXPOSICIÓN INTERNACIONAL



B COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS (a)  
Diciembre de 2016



C COMPARATIVA EUROPEA DE LA VARIACIÓN EN PUNTOS PORCENTUALES DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS ENTRE DICIEMBRE DE 2015 Y DICIEMBRE DE 2016 (b)

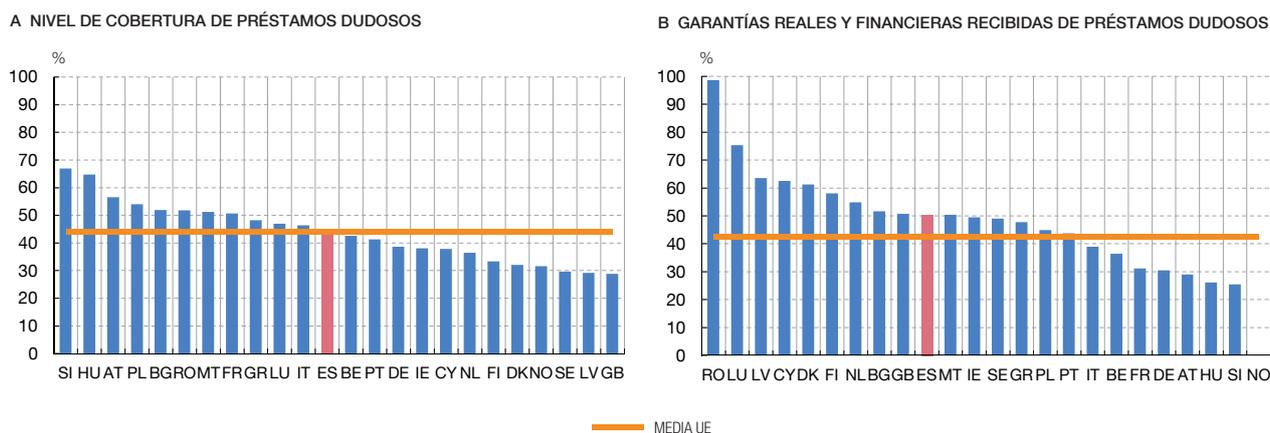


FUENTES: Banco de España y Autoridad Bancaria Europea.

- a La ratio de préstamos dudosos en Grecia y Chipre es del 45,9% y 44,8%, respectivamente.
- b Para evitar volatilidades excesivas, se muestra la descomposición de la tasa de variación de la ratio de dudosos para países con un volumen de préstamos superior a 500 mm de euros. El marcador de color verde muestra, para cada país, la variación total de la ratio de préstamos dudosos entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016. Las barras de color azul y granate muestran la parte de dicha variación que se explica por la evolución de los préstamos dudosos y del volumen total de préstamos, respectivamente. Barras negativas indican una reducción de los préstamos dudosos y un aumento del volumen total de préstamos entre períodos, evoluciones que resultarían en una disminución de la ratio de préstamos dudosos.

A nivel europeo, los datos que la Autoridad Bancaria Europea (ABE) incluye en el mapa de riesgos que elabora<sup>2</sup> trimestralmente ponen de manifiesto que la tasa de préstamos dudosos a nivel agregado de la UE se redujo durante 2016, alcanzando el 5,1 % en diciembre de 2016

<sup>2</sup> El mapa de riesgos de la ABE (*risk dashboard*) se basa en una muestra de indicadores de riesgo de 198 bancos europeos, y puede consultarse en el siguiente enlace: <http://www.eba.europa.eu/riskanalysis-and-data/risk-dashboard>.



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

(frente al 5,7 % de diciembre de 2015). No obstante, se mantuvo una elevada dispersión entre países, con ratios de morosidad oscilando entre el 1 % de Suecia y tasas cercanas al 50 % en Grecia y Chipre (véase gráfico 2.4.B). España se sitúa ligeramente por encima de la media de la UE. Estos niveles de activos dudosos reflejan, en buena medida, el tamaño y la diversificación del negocio en el exterior de los mayores grupos bancarios españoles.

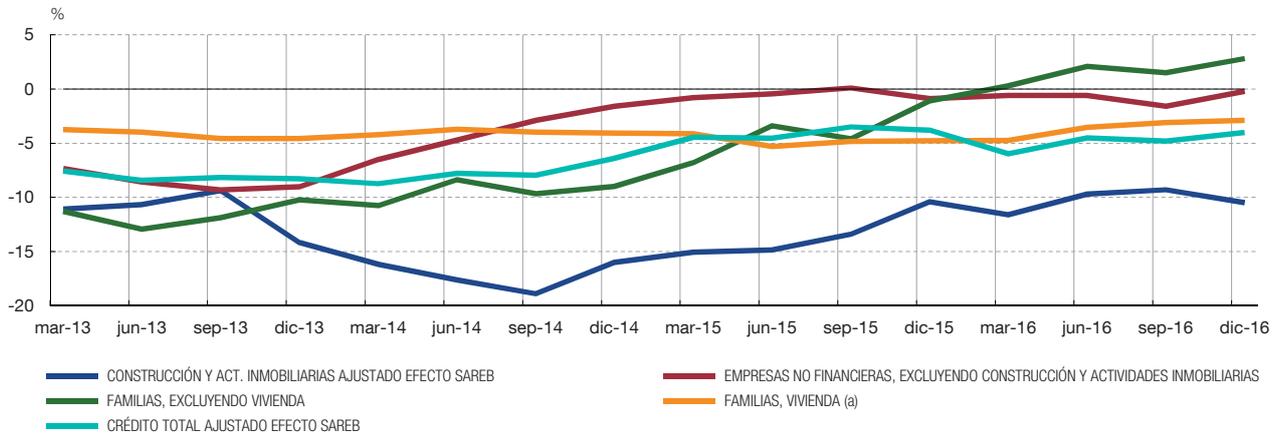
El gráfico 2.4.C permite analizar la evolución de la ratio de préstamos dudosos durante 2016, y determinar la contribución de cada uno de sus componentes —préstamos dudosos por un lado y préstamos totales por otro— al comportamiento observado en la ratio. Así, para el caso de España se observa que la ratio de préstamos dudosos se redujo 59 pb a lo largo de 2016 hasta el 5,7 % (frente al 6,3 % en diciembre de 2015). Esta contracción se explica por la reducción en el volumen del crédito dudoso, que compensa el efecto incremental en la ratio de morosidad que supone la caída en el volumen de préstamos totales. Como en el caso de España, la mayor parte de países europeos experimentaron una mejora en la ratio de préstamos dudosos durante 2016, que se explica mayoritariamente por una reducción de los préstamos dudosos. Con ello, para el conjunto de entidades consideradas por la ABE, la ratio de préstamos dudosos se redujo en 59 pb, y dicha contracción se puede decir que, en su mayor parte, procedió de la reducción del volumen de préstamos dudosos.

La ratio de cobertura de los préstamos dudosos de las entidades españolas se situó en la media europea, y su nivel de colaterales (garantías reales y financieras aportadas), por encima de la media europea

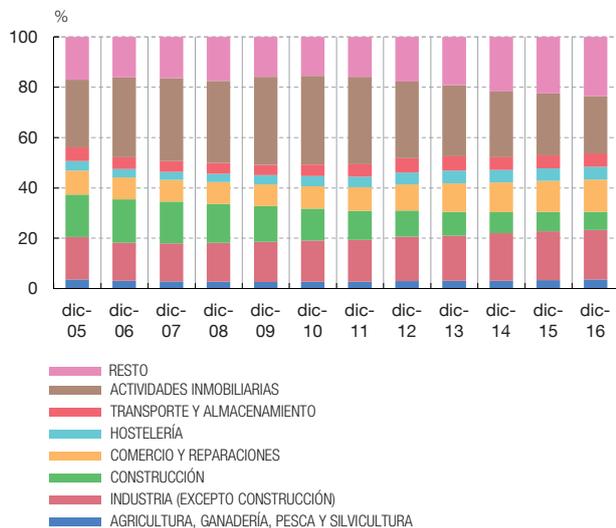
Por otra parte, los datos publicados por la ABE en el ejercicio de transparencia de 2016, con datos a junio de 2016<sup>3</sup>, permiten comparar en el ámbito europeo los niveles de cobertura de los préstamos dudosos, así como las garantías (tanto reales como financieras) recibidas por las entidades respecto a estos préstamos. Como se observa en el gráfico 2.5.A, las provisiones dotadas para hacer frente a eventuales pérdidas asociadas a préstamos dudosos (cobertura de préstamos impagados) de las entidades españolas (44,8 %) se situaban en junio de 2016 ligeramente por encima de la media europea (44,1 %), con un nivel de cobertura superior al de los bancos alemanes (38,6 %) e ingleses (28,8 %) y ligeramente por debajo de los niveles de los bancos franceses (50,7 %) e italianos (46,4 %). En términos de las garantías recibidas por las entidades respecto a sus préstamos dudosos (véase gráfico 2.5.B), se observa que a junio de 2016 los préstamos dudosos de las entidades españolas contaban con garantías o colaterales cuyo importe bruto alcanzaba el 50,4 %

<sup>3</sup> Los resultados del ejercicio de transparencia de 2016 llevado a cabo por la ABE pueden consultarse en el siguiente enlace: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2016>.

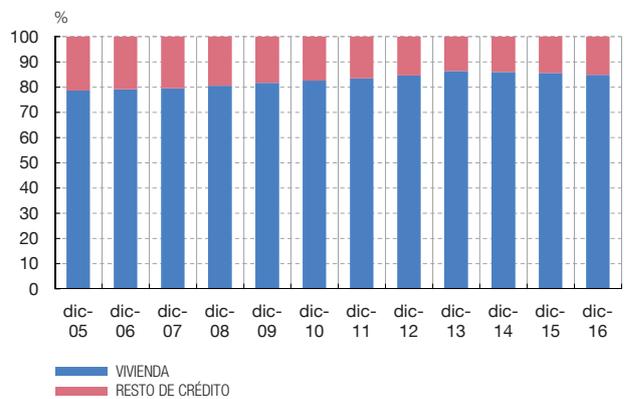
A TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD



B CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS POR FINALIDAD



C CRÉDITO A HOGARES POR FINALIDAD



FUENTE: Banco de España.

a Esta serie incluye titulizaciones.

del importe de dichos préstamos. Este porcentaje de colateralización se situaba 8 pp por encima de la media europea, siendo hasta 20 pp superior al de los bancos alemanes, 19 pp superior al de los franceses y 11 pp superior al de los bancos italianos.

### Exposición doméstica

En los negocios en España, el crédito al sector privado residente siguió cayendo en 2016, si bien a tasas menores que en 2015 si se excluye la financiación a empresas financieras

En los negocios en España, analizados a través de los estados individuales de las entidades de depósito, el crédito al sector privado residente se redujo un 4 % en términos interanuales en 2016. Esta contracción del volumen de crédito es ligeramente mayor que la observada un año antes, con una tasa de variación interanual que se situó en el -3,8 % a diciembre de 2015 (véase gráfico 2.6.A). Como en IEF anteriores, la mayor caída del crédito en 2016 se explica, en buena medida, por la reducción en el crédito a empresas financieras (fondos de inversión, fondos de titulización, empresas de seguros, fondos de pensiones y resto de las entidades financieras que no son instituciones financieras monetarias), que experimentó una reducción interanual del 19,7 % a cierre de 2016, frente al incremento

del 0,5 % observado un año antes. Si se excluye la financiación a empresas financieras, el crédito a diciembre de 2016 se hubiera reducido solamente un 2,7 %.

La moderación en las tasas de caída es compartida por los distintos sectores y finalidades del crédito

Como se observa en el gráfico 2.6.A, la moderación en las tasas de caída del crédito a hogares y sociedades no financieras es compartida por los distintos sectores y finalidades del crédito. Dicha moderación en las tasas de reducción del crédito es especialmente significativa en el caso del crédito a hogares, con una tasa de variación interanual del -2,1 % al cierre de 2016, frente a un descenso del 4,3 % en diciembre de 2015. En el caso del crédito a sociedades no financieras, la reducción experimentada a lo largo del año 2016 fue del 3,5 % en tasa interanual, frente a una tasa de contracción del 4,1 % un año antes.

Se mantienen las tasas de caída del crédito a la construcción y actividades inmobiliarias y se contiene el descenso del crédito para otras actividades no financieras...

El análisis del crédito a empresas no financieras por ramas de actividad revela que el crédito destinado a fines distintos de la construcción y las actividades inmobiliarias consolida la tendencia de contención en sus tasas de caída. En particular, y si bien el crédito a estas otras actividades inició el año 2016 con caídas interanuales mayores que las experimentadas en los meses precedentes, cerró el ejercicio 2016 con una variación del -0,2 % interanual, frente al -0,8 % observado un año antes. Por su parte, el crédito a construcción y actividades inmobiliarias siguió reduciéndose durante el año 2016, con una tasa de caída del 10,5 % interanual a diciembre de 2016, cifra similar a la experimentada en 2015 (-10,4 %).

... de forma que se reduce la participación del crédito a la construcción y a las actividades inmobiliarias sobre el conjunto del crédito a sociedades no financieras

El gráfico 2.6.B recoge la participación de cada sector de actividad en el conjunto de la financiación recibida por las sociedades no financieras, así como su evolución en el tiempo. En diciembre de 2016, las actividades inmobiliarias se mantenían como principal destino de la financiación, representando un 22,7 % del crédito total recibido por las empresas no financieras, si bien esta participación se ha reducido de forma muy notable en los últimos años, desde el 35,3 % alcanzado en diciembre de 2010. En la misma línea, el crédito destinado a la construcción se ha reducido significativamente, y en diciembre de 2016 se situaba en el 7,3 % (muy lejos del 17,2 % que representaba diez años antes), lo que pone de manifiesto el ajuste que ha tenido lugar en estos sectores y la disminución del riesgo en el balance de los bancos españoles. Un examen más detallado de la evolución del crédito a los sectores de construcción y actividades inmobiliarias se presenta en el recuadro 2.1.

## EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS EN ESPAÑA

RECUADRO 2.1

Uno de los factores detrás de la última crisis del sistema bancario español fue el crecimiento excesivo del crédito al sector de construcción y promoción inmobiliaria. Asimismo, el desapalancamiento y saneamiento progresivo experimentado por el sector, junto con la recuperación económica, explican la mejora de la situación financiera de las entidades. Sin embargo, pese a lo anterior, el *stock* de crédito del sector inmobiliario es todavía elevado y es de prever que tarde aún cierto tiempo en normalizarse definitivamente. En el presente recuadro se analiza en detalle la situación y la evolución del crédito al sector de construcción y promoción inmobiliaria en España.

En los últimos cinco años, el descenso del crédito destinado a actividades de construcción e inmobiliarias ha sido significativo. En términos absolutos, el saldo vivo del crédito para este tipo de acti-

vidades se ha reducido unos 220 mm de euros, lo que supone una reducción de casi el 60%, desde los 376 mm de euros de finales de 2011 a los 157 mm de euros de diciembre de 2016 (véase gráfico A). Una parte de este descenso (unos 75 mm) se debió a los traspasos de créditos a la Sareb (por parte de las entidades del denominado Grupo 1 en diciembre de 2012, y de las entidades del Grupo 2 en febrero de 2013), pero, aun sin tener en cuenta esos traspasos, la tendencia de desapalancamiento del sector es notable.

En términos relativos, el descenso también es significativo, concretamente de 9,5 pp. Así, el crédito a construcción y promoción representaba el 22,5% del crédito total al sector privado residente (empresas y hogares) a finales de 2011, y a finales de 2016 este porcentaje se situaba en el 13%.

La situación de morosidad del crédito a actividades de construcción e inmobiliarias es una buena medida de la crisis y de la progresiva recuperación de la economía en España. La ratio de dudosos en este sector creció de manera notable hasta 2013 (alcanzando niveles superiores al 37%), y se mantuvo en esos niveles tan elevados hasta finales de 2014, momento a partir del cual empezó a bajar, hasta el 26,5% de diciembre de 2016 (véase gráfico B). En términos absolutos el nivel más alto se alcanzó en junio de 2012, dado que los traspasos a la Sareb redujeron en buena medida los activos dudosos. En diciembre de 2016, los créditos dudosos del sector se situaban en 41,6 mm de euros.

El crecimiento de los activos dudosos vino acompañado de un aumento de su cobertura. Entre 2011 y 2013, la ratio de cobertura de los activos dudosos aumentó 19 pp, desde el 36% de 2011 hasta el 55% de diciembre de 2013. Y, desde entonces, se ha mantenido estable en valores ligeramente superiores al 50%, hasta el último año, en que ha subido hasta acercarse al 60% (véase gráfico C).

En el contexto general de reducción del endeudamiento de los últimos años, el crédito a las empresas no financieras distintas de las que realizan actividades de construcción e inmobiliarias también se ha reducido. No obstante, esta reducción ha sido comparativamente mucho menos acusada que la del sector de construcción y promoción inmobiliaria. Así, en el gráfico D se observa que la proporción del crédito a actividades de construcción e inmobiliarias ha disminuido sensiblemente en favor del crédito al resto de actividades empresariales. El porcentaje del crédito a construcción y promoción se ha reducido, desde representar casi la mitad del crédito a empresas no financieras (46%) en 2011 a representar menos de un tercio (30%) cinco años después.

En resumen, el proceso de desapalancamiento del crédito en el sector de construcción y promoción inmobiliaria ha sido significativo en los últimos años en España. No obstante, el volumen de activos problemáticos sigue siendo elevado, y su progresiva reducción contribuirá a mejorar la situación financiera y la rentabilidad de las entidades de depósito españolas.

Gráfico A  
CRÉDITO AL SECTOR DE CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA. 2011-2016



Gráfico B  
DUDOSOS DEL SECTOR DE CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA. 2011-2016

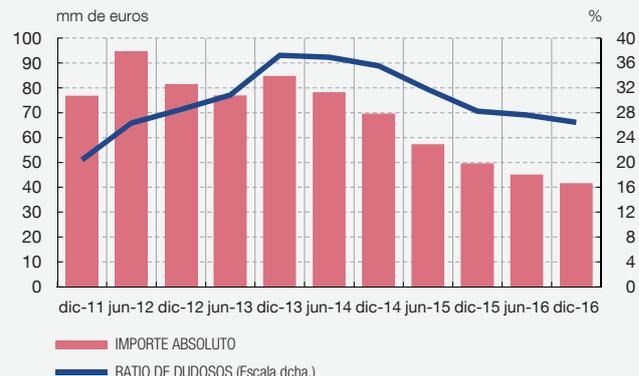


Gráfico C  
RATIO DE COBERTURA DE LOS ACTIVOS DUDOSOS DEL SECTOR DE CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA. 2011-2016

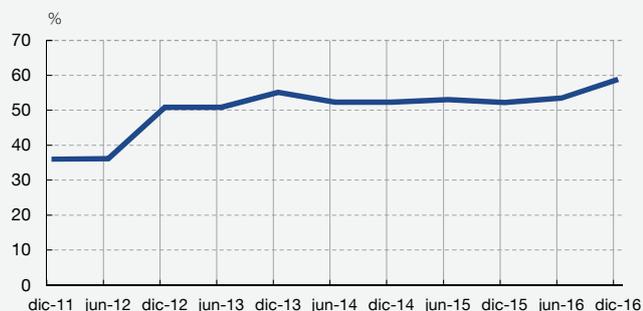
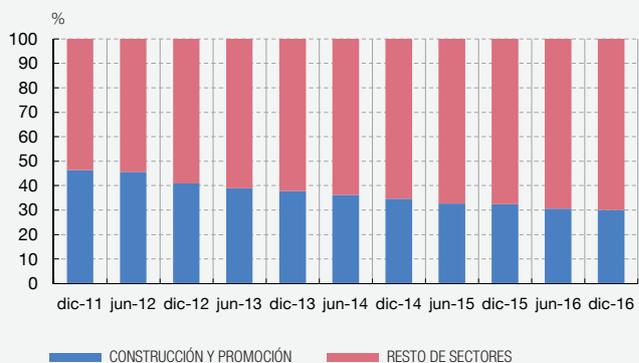


Gráfico D  
DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS. 2011-2016



FUENTE: Banco de España.

El crédito a hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda experimentó un incremento del 2,8 %, y el crédito para compra de vivienda moderó su tasa de contracción hasta el -2,9 %

En el caso del crédito a hogares, destaca la favorable evolución experimentada por el crédito para finalidades distintas de la adquisición de vivienda, con tasas de variación interanual positivas desde comienzos de 2016, que se fueron consolidando a lo largo del año hasta alcanzar un crecimiento del 2,8 % al cierre del ejercicio, en claro contraste con la contracción del 1,1 % observada en diciembre de 2015. También el crédito a hogares para adquisición de vivienda mejoró su evolución respecto a los trimestres precedentes ya que, si bien siguió mostrando tasas de variación interanual negativas (-2,9 % a diciembre de 2016), decreció a tasas menores que las observadas en 2015 (-4,8 %). El mejor comportamiento del crédito a hogares para finalidades distintas a la adquisición de vivienda en los últimos trimestres explica la creciente importancia de este segmento en la financiación a hogares (véase gráfico 2.6.C), que pasó a representar el 15,3 % a diciembre de 2016, frente al mínimo alcanzado en 2013 (13,7 %). El aumento del empleo y de la renta, junto con el mayor atractivo en términos de rentabilidad para los bancos, explican esta evolución. En cualquier caso, a pesar del cambio de tendencia, el crédito a hogares para finalidades distintas a la adquisición de vivienda se encuentra todavía muy alejado de las tasas de participación en la financiación a hogares observadas antes del inicio de la crisis, que se situaban por encima del 20 %.

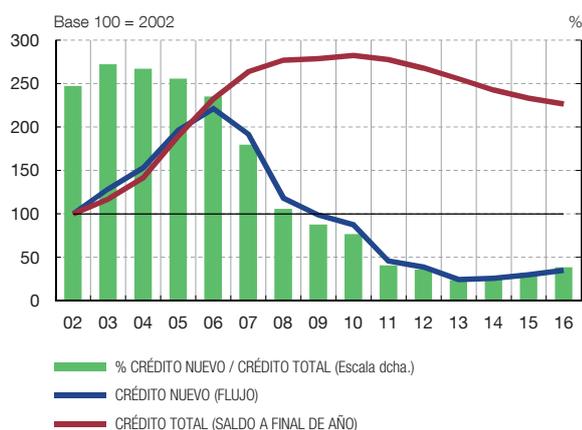
El crédito nuevo con garantía hipotecaria para compra de vivienda se recupera paulatinamente, representando un porcentaje creciente de este segmento de crédito

En el gráfico 2.7.A se representa la evolución del crédito nuevo con garantía hipotecaria para compra de vivienda desde una perspectiva temporal amplia. En dicho gráfico se muestra el flujo de crédito nuevo anual, el volumen del saldo de crédito al final de cada año, y el porcentaje que el flujo representa sobre el stock. Se puede observar que en los últimos años el crédito nuevo se está recuperando aunque de manera lenta, encontrándose aún en niveles muy alejados de los de la década anterior. El crédito nuevo para adquisición de vivienda concedido en el año 2016 representaba un 4,6 % del saldo de crédito hipotecario para compra de vivienda a diciembre de 2016, lo que supone una subida de casi 1 pp respecto al 3,8 % registrado en 2015.

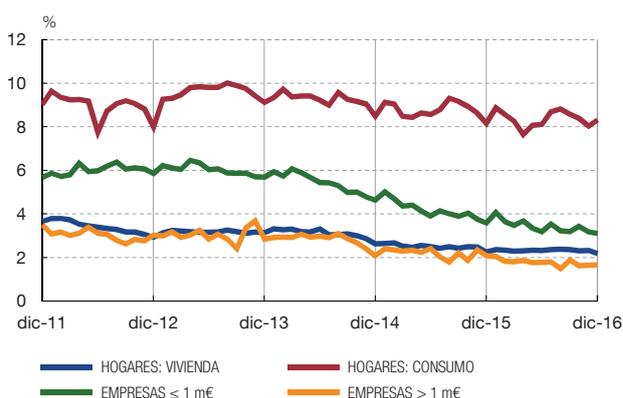
## CONDICIONES DE FINANCIACIÓN Y CRÉDITO HIPOTECARIO Negocios en España, DI. Entidades de depósito

GRÁFICO 2.7

A CRÉDITO HIPOTECARIO NUEVO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (a)



B TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE NUEVAS OPERACIONES (b)



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 el dato de operaciones nuevas.
- b 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.

Los tipos de interés del crédito nuevo a hogares se estabilizaron en 2016, mientras que los tipos de los préstamos a empresas siguieron reduciéndose aunque de forma más moderada

Los activos dudosos siguieron reduciéndose en 2016...

... si bien su ritmo de caída se moderó

Respecto a los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, en 2016 se produjo una estabilización de los tipos aplicados en los créditos concedidos a hogares, tanto para la adquisición de vivienda como para el consumo, tras la tendencia descendente que se venía observando desde 2014. Por su parte, los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones con empresas no financieras continuaron descendiendo a lo largo de 2016, si bien a una velocidad inferior a la observada en meses anteriores (véase gráfico 2.7.B).

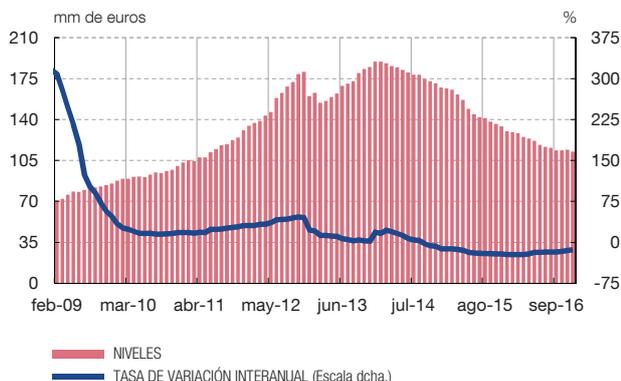
Respecto a la manifestación explícita del riesgo de crédito, los activos dudosos del crédito al sector privado residente continuaron reduciéndose durante todo el año 2016, en línea con la buena evolución de la economía, que creció por encima del 3%. No obstante, esta caída se fue desacelerando a lo largo del año, tras alcanzar su máximo descenso interanual, un 22,5%, en marzo. En diciembre de 2016, la tasa de variación interanual de dichos activos fue del -13,6%. La caída desde el máximo alcanzado por los activos dudosos a finales de 2013 es considerable: más de 77 mm de euros en términos absolutos, y más del 40% en términos relativos (véase gráfico 2.8.A). El crecimiento de la economía en general, así como la recuperación en los niveles de empleo y los niveles reducidos de los tipos de interés, están, en buena medida, detrás de la mejora comentada en los niveles de morosidad de los bancos. En la medida en que la situación económica mantenga su actual tendencia, es de esperar que continúe la reducción en el nivel de los activos dudosos.

Por sector institucional y rama de actividad se observa que la desaceleración en la tasa de caída fue más acusada en el caso de los hogares y, de manera especial, en el crédito destinado a consumo, que experimentó una ligera subida en diciembre de 2016<sup>4</sup> (véase

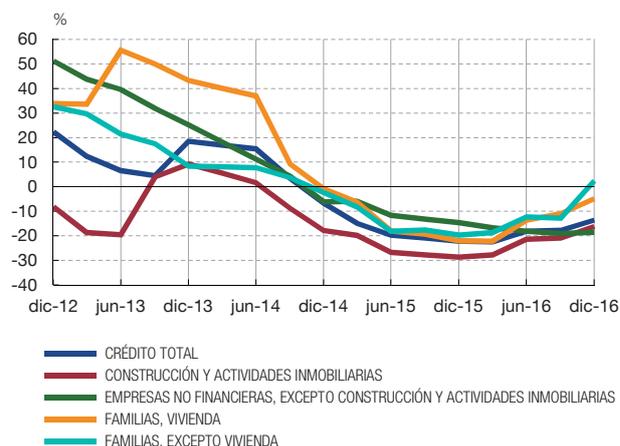
## ACTIVOS DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE Negocios en España, DI. Entidades de depósito

GRÁFICO 2.8

A ACTIVOS DUDOSOS (a)



B TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR SECTORES DE ACTIVIDAD (a)



FUENTE: Banco de España.

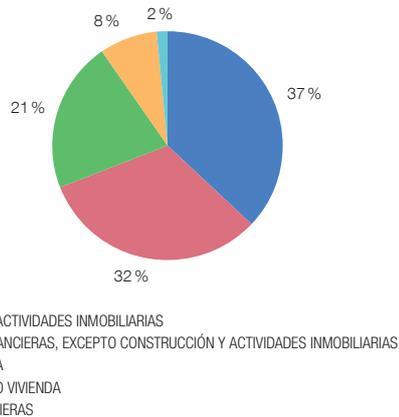
a En diciembre de 2012 y en febrero de 2013 se produjeron los traspasos a la Sareb por parte de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2, lo que afecta a las diferentes tasas de variación que incluyen dichos periodos.

4 Como consecuencia de los cambios contables derivados de la modificación del Anejo IX de la Circular 4/2004 a partir de la entrada en vigor de la Circular 4/2016, de 27 de abril, del Banco de España, el volumen de créditos dudosos en algunos sectores puede ser susceptible de experimentar un incremento respecto a periodos anteriores (impacto que aún no es posible calcular dada la no disponibilidad de datos) al incluir en dicha categoría una parte de los anteriormente considerados como créditos subestándar. Estos últimos, habiendo desaparecido como tales en la nueva circular, dependiendo de la situación del acreditado, habrán pasado a engrosar, bien la categoría de dudosos, o bien la de vigilancia especial.

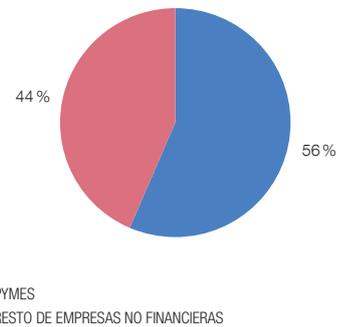
**ACTIVOS DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE**  
Negocios en España, DI. Entidades de depósito

GRÁFICO 2.9

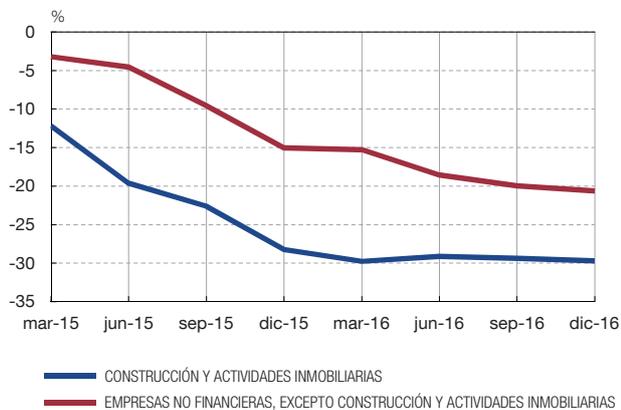
**A COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR SECTORES**  
Diciembre de 2016



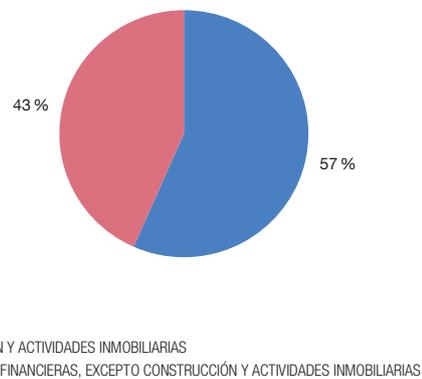
**B COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO A EMPRESAS NO FINANCIERAS, POR TAMAÑO DE EMPRESA**  
Diciembre de 2016



**C TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO DUDOSO A PYMES, POR RAMA DE ACTIVIDAD**



**D COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO A PYMES, POR RAMAS DE ACTIVIDAD**  
Diciembre de 2016



FUENTE: Banco de España.

gráfico 2.8.B). Por el contrario, la caída de los activos dudosos en sociedades no financieras, aunque menor que en períodos anteriores, se mantuvo en niveles elevados,  $-16,2\%$  para el sector de construcción y actividades inmobiliarias, y  $-18,6\%$  para el resto de las empresas no financieras.

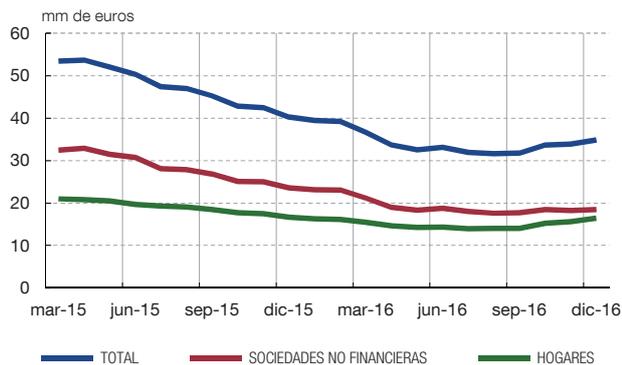
La mayor parte de activos dudosos corresponde a crédito empresarial...

En el gráfico 2.9.A se muestra la situación en diciembre de 2016 de los activos dudosos clasificados según el sector institucional al que pertenecen. La mayor concentración de crédito dudoso se encuentra en el crédito empresarial (69 %) y; dentro de él, una mayor proporción corresponde a los dudosos del crédito destinado a construcción y actividades inmobiliarias (37 % del total), mientras que los activos dudosos del crédito al resto de los sectores no financieros suponen el 32 % del crédito dudoso total. Dentro de los dudosos del crédito a hogares (29 % del total), la mayor parte se refiere a dudosos del crédito para adquisición de vivienda (21 % del total), mientras que la proporción de dudosos del crédito a hogares para el resto de las finalidades es más reducida (8 % del total). Finalmente, la proporción de dudosos del crédito a empresas financieras es muy limitada (2 % del total).

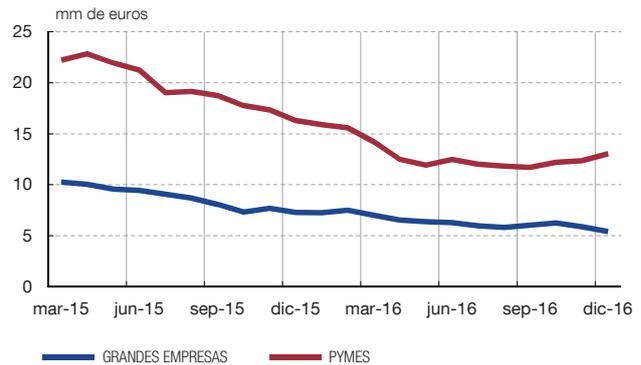
... y dentro de él a las PYMES...

En cuanto a la segmentación de los activos dudosos del crédito a empresas no financieras en función del tamaño de la empresa, con datos a diciembre de 2016, un 56 % procede

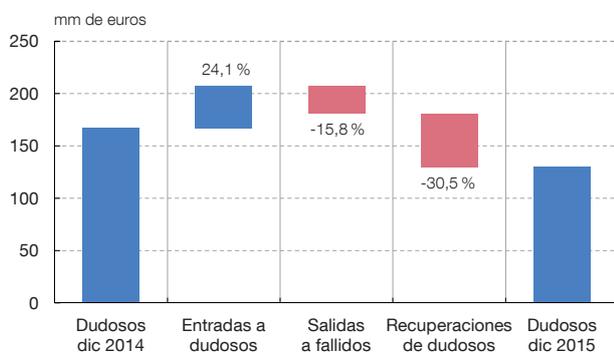
A ENTRADA DE ACTIVOS DUDOSOS (a)



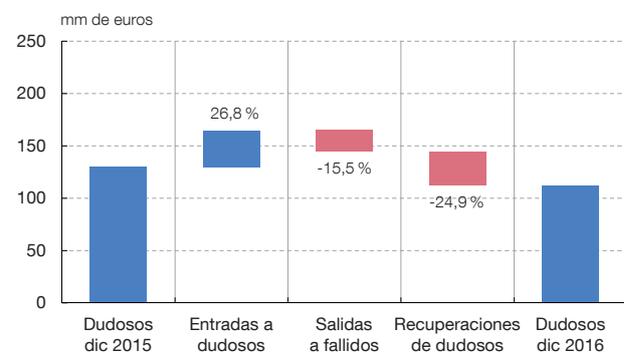
B ENTRADA DE ACTIVOS DUDOSOS, POR TAMAÑO DE EMPRESA (a)



C EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS EN 2015 (b)



D EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS EN 2016 (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Para cada mes se representan los importes acumulados en los doce meses anteriores (media móvil de doce meses).  
b Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de dudosos al principio del período. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal como adjudicados.

del crédito a PYMES, mientras que el 44 % restante son dudosos del crédito al resto de las empresas no financieras (véase gráfico 2.9.B).

... aunque se está reduciendo, en especial en el sector de construcción y actividades inmobiliarias

Dentro de las PYMES, la caída de activos dudosos es más acusada en el sector de construcción y actividades inmobiliarias que en el resto de sectores (véase gráfico 2.9.C). En particular, el descenso en diciembre de 2016 de los dudosos del crédito a PYMES del sector de construcción e inmobiliario se situó cerca del 30 %, mientras que para el resto de sectores el porcentaje superó ligeramente el 20 %. Pese a este mayor descenso, con datos a diciembre de 2016, la proporción de los dudosos del crédito a PYMES del sector de construcción y actividades inmobiliarias es mayor, 57 % (véase gráfico 2.9.D), que la de dudosos de PYMES del resto de sectores (43 %).

Las entradas de activos dudosos en 2016 continuaron la línea descendente de trimestres anteriores...

Por lo que se refiere al flujo de activos dudosos, en el año 2016 se mantuvo la línea descendente observada en trimestres anteriores (véase gráfico 2.10.A). No obstante, en el último trimestre se observó un repunte en las entradas de dudosos, principalmente en el crédito a hogares (véase nota a pie 4 de este capítulo). En cuanto a las empresas no financieras, los nuevos dudosos de grandes empresas continuaron cayendo, mientras que los dudosos de PYMES, los que habían caído con más fuerza en trimestres anteriores, experimentaron un repunte en el último trimestre (véase gráfico 2.10.B).

... si bien la reducción de dudosos fue menor en 2016 que en el año anterior

La ratio de dudosos se redujo un punto porcentual en 2016 hasta situarse en el 9,2 % en diciembre...

... siendo mayores las caídas en los ratios de empresas no financieras, tanto en construcción y promoción como en el resto de las actividades

A lo largo de 2016 continuó la reducción de los activos adjudicados en los balances de las entidades...

En los gráficos 2.10.C y D se compara la evolución de los activos dudosos (entradas, salidas y recuperaciones) a lo largo de todo el año 2016 con el año 2015. En primer lugar se observa que, como resultado de la comentada desaceleración en la caída de los activos dudosos, el descenso en términos absolutos del volumen de dudosos en 2016 fue menor que en 2015. El peso de las entradas en dudosos sobre los ya existentes fue ligeramente superior en 2016 que en 2015 (26,8 % frente a 24,1 %), el porcentaje de las salidas a fallidos fue muy similar (-15,5 % frente a -15,8 %) y el peso de las recuperaciones se redujo (-24,9 % frente a -30,5 %).

En todo caso, la ratio de dudosos del sector privado residente en España continuó reduciéndose durante 2016, con una caída de 1 pp, hasta situarse en el 9,2 % en diciembre de 2016 (véase gráfico 2.11.A). Esta disminución de la ratio de dudosos vino motivada por la reducción del volumen de activos dudosos, que fue más acusada que la del volumen de crédito al sector privado residente. No obstante, como consecuencia de la desaceleración en el ritmo de caída de los activos dudosos comentada anteriormente, se produjo una ralentización en la senda de reducción de la ratio de dudosos, desde las caídas interanuales máximas de principios de año (véase gráfico 2.11.B).

La caída de la ratio de dudosos a lo largo de 2016 fue generalizada por sectores. Sin embargo, en la línea de lo comentado para los activos dudosos, la caída fue menor para el sector de hogares, y, dentro de este, para la ratio de dudosos del crédito para finalidades distintas a vivienda, que se situó en el 9,8 % en diciembre de 2016, tras haber repuntado en los últimos trimestres, a pesar del crecimiento del crédito en este sector. La ratio de dudosos de hogares para adquisición de vivienda se redujo 10 pb en 2016, hasta situarse en el 4,6 % a finales de 2016 (véase gráfico 2.11.C). En el segmento de empresas no financieras, las caídas de los ratios fueron más significativas. Así, la ratio de dudosos del crédito a construcción y actividades inmobiliarias se redujo 1,8 pp entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016 hasta situarse en el 26,5 %. Por su parte, la ratio del resto de las empresas no financieras disminuyó casi 2,3 pp, hasta registrar un 9,8 % en diciembre de 2016.

Por tamaño de empresa, el mayor descenso en la ratio de dudosos en el año 2016 se produjo en las PYMES, cuya ratio se redujo más de 3 pp, mientras que en el caso de las grandes empresas la reducción alcanzó los 1,4 pp, y para los empresarios individuales la ratio aumentó ligeramente. Pese a esta mejor evolución en el último año, la ratio de dudosos de las PYMES a finales de 2016, se situaba en el 18,1 %, por encima del 12,3 % de la ratio de las grandes empresas y del 10,8 % de los empresarios individuales (véase gráfico 2.11.D).

En diciembre de 2016 el crédito al sector privado a nivel consolidado de las entidades de depósito españolas objeto de medidas de reestructuración o refinanciación se situó en 147 mm de euros. Con datos de estados individuales, el crédito refinanciado ascendió a casi 116 mm de euros en diciembre de 2016, lo que supone una reducción del 32,5 % respecto al dato de diciembre de 2015.

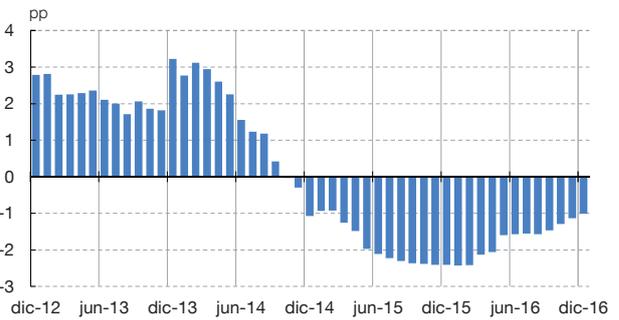
Por otro lado, a lo largo de 2016 continuó la reducción, si bien de manera lenta, de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas procedentes de la actividad en España contabilizados en los balances de las entidades de depósito españolas<sup>5</sup>. La evolución en

<sup>5</sup> Según los datos de los estados públicos de activos adjudicados o recibidos en pago de deudas (negocios en España) reportados por las entidades de depósito.

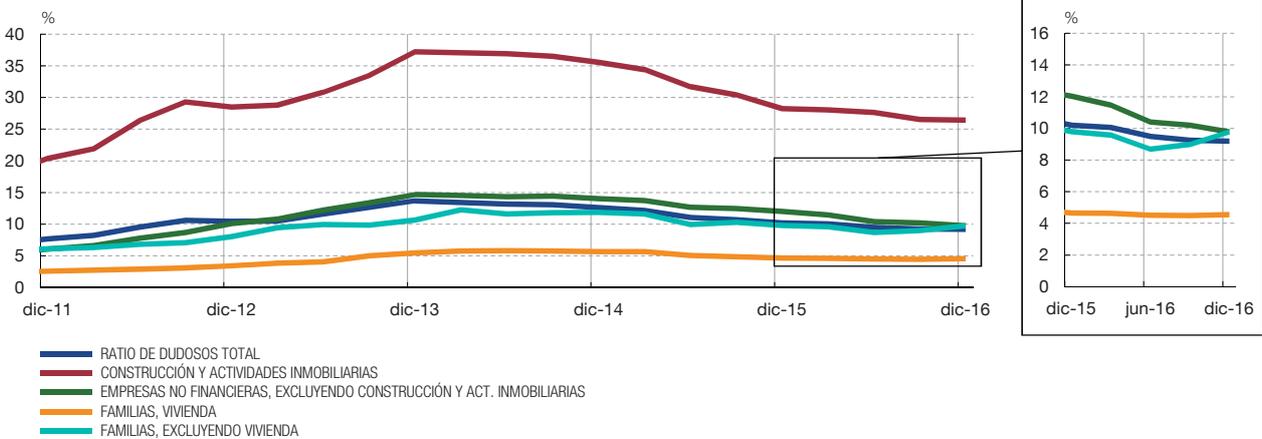
A RATIO DE DUDOSOS



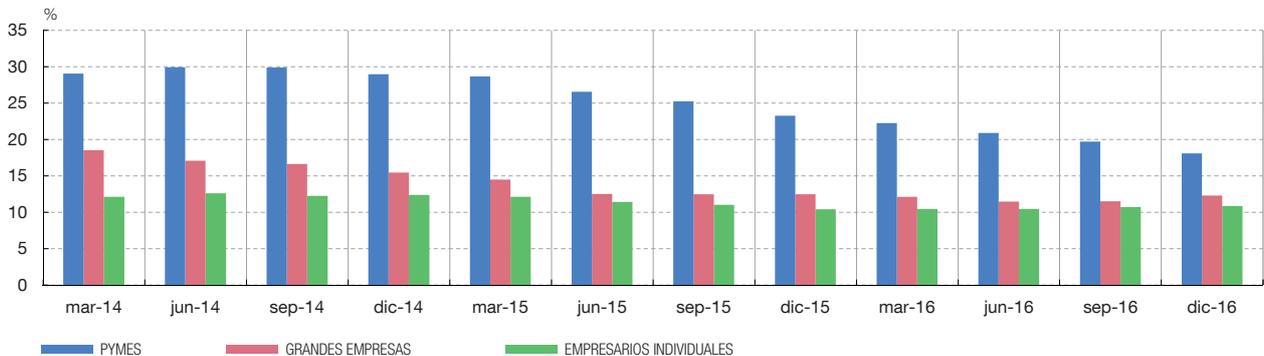
B VARIACIÓN INTERANUAL EN PUNTOS PORCENTUALES DE LA RATIO DE DUDOSOS (a)



C RATIO DE DUDOSOS, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



D RATIO DE DUDOSOS, POR TAMAÑO DE EMPRESA



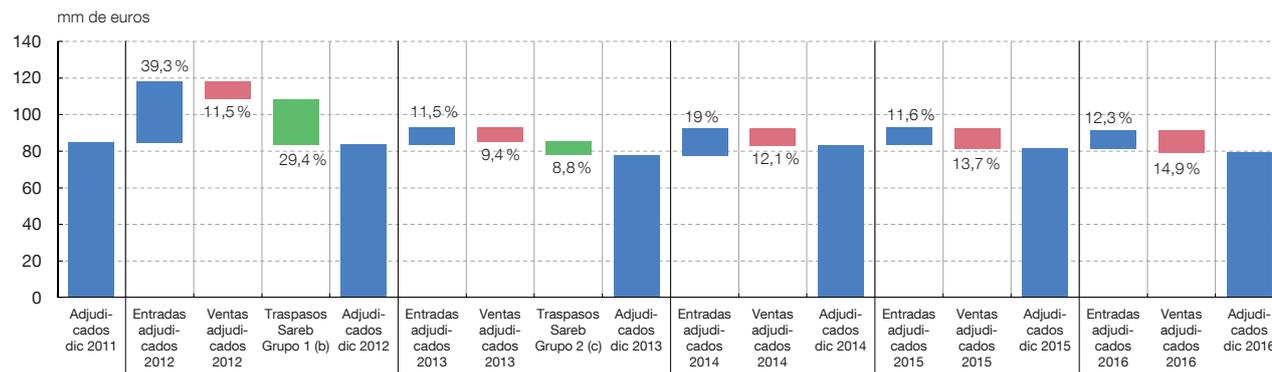
FUENTE: Banco de España.

a En diciembre de 2012 y en febrero de 2013 se produjeron los traspasos a la Sareb por parte de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2, lo que afecta a las diferentes tasas de variación que incluyen dichos periodos.

los últimos años de su valor contable bruto se muestra en el gráfico 2.12. Se puede observar que, al igual que en 2015, las ventas de activos adjudicados, superiores a 12 mm de euros en 2016 (casi un 15% del *stock* de adjudicados a finales de 2015), superaron a las entradas de nuevos adjudicados (12,3% del *stock*).

... de modo que el descenso de activos dudosos...

Como resultado de los descensos en los activos dudosos y adjudicados a lo largo de 2016, el volumen de activos improductivos se situó ligeramente por encima de los 190 mm



FUENTE: Banco de España.

- a Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de adjudicados al comienzo del año.
- b Las entidades del Grupo 1 eran Banco Financiero y de Ahorros, NCG Banco, Catalunya Banc (actualmente integrada en el BBVA) y Banco de Valencia (actualmente integrado en La Caixa).
- c Las entidades del Grupo 2 eran BMN, Liberbank, Caja3 (actualmente integrada en Ibercaja) y CEISS (actualmente integrado en Unicaja).

... y adjudicados fue superior al 9 % en 2016

de euros en diciembre de 2016, habiéndose reducido más de un 9 % en el último año. Pese a esta reducción, estos activos que no generan ingresos siguen constituyendo una proporción relevante del balance de las entidades en su actividad en España, presionando a la baja la rentabilidad del sector.

El riesgo de crédito *ex post* ha continuado mejorando pero ha empezado a dar las primeras muestras de cierta desaceleración

En definitiva, la evolución del riesgo de crédito *ex post* en sus diversas manifestaciones (dudosos, adjudicados y refinanciados) continuó mejorando a lo largo de 2016, soportada por el fuerte crecimiento de la actividad económica, si bien ha empezado a dar las primeras muestras de cierta desaceleración. Una mejora en el comportamiento del crédito, basado en el mantenimiento de la evolución positiva del PIB y el empleo, sería un componente relevante para continuar los progresos en la evolución del riesgo de crédito *ex post*.

2.1.2 RIESGO SISTÉMICO

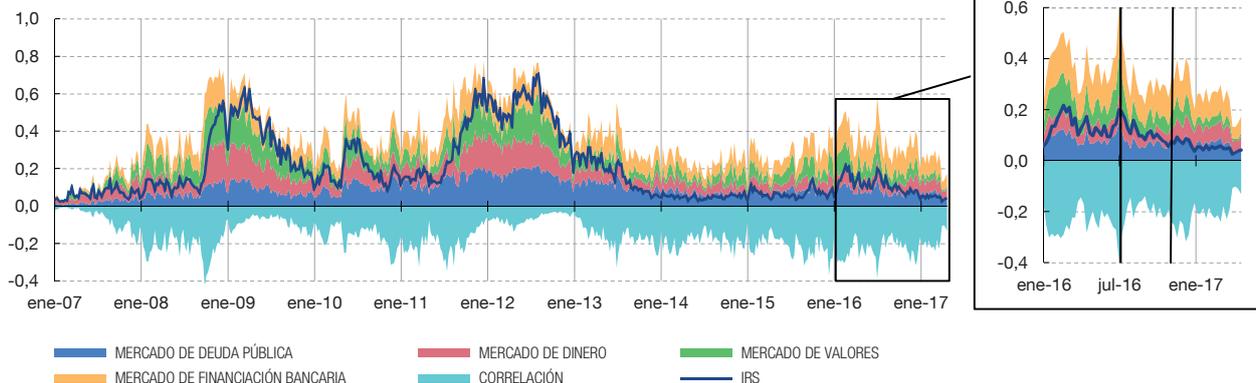
El riesgo sistémico se ha mantenido en niveles reducidos desde el último IEF

El indicador de riesgo sistémico (IRS), que se viene publicando en el IEF desde 2013<sup>6</sup>, es un indicador sintético de tensiones en los mercados financieros. Desde la publicación del último IEF, el riesgo sistémico en España se ha mantenido en los niveles contenidos registrados desde mediados de julio del año pasado. En los primeros meses de 2017, al contrario que al comienzo de 2016 (cuando correcciones a la baja en los mercados bursátiles aumentaron el nivel del indicador de riesgo sistémico), la tensión financiera en los mercados ha continuado siendo reducida retornando a niveles inferiores a los que se observaban antes de las elecciones en Estados Unidos. Pese a algún episodio puntual de estrés en el mercado de deuda soberana, la tensión en los mercados de valores, deuda pública, dinero y financiación bancaria, medida de forma conjunta a través del indicador de riesgo sistémico, ha registrado valores limitados (véase gráfico 2.13.A).

La contribución de las entidades españolas al riesgo sistémico del conjunto del área del euro se cuantifica a través de un modelo denominado CoVaR<sup>7</sup>. Tras los episodios de alerta sistémica alcanzados durante la crisis, el CoVaR medio de las entidades españolas se ha mantenido en niveles relativamente bajos (véase gráfico 2.13.B). No obstante, durante 2016 se han producido aumentos puntuales relacionados con los episodios de

6 Véase el recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013 para la explicación de su construcción e interpretación.  
7 Para una explicación del modelo CoVaR, véase el 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 37 entidades españolas y del área del euro cotizadas.

turbulencias ocurridos en los primeros meses de 2016 y en junio tras el referéndum británico. Más recientemente se observa una reducción puntual del CoVaR coincidiendo con la toma de posesión del nuevo presidente de Estados Unidos. Respecto a las entidades europeas, continúa observándose una alta volatilidad, especialmente en el percentil 5 % del CoVaR. Esto evidencia una notable heterogeneidad en las contribuciones al riesgo sistemático de distintas entidades del área del euro.

2.1.3 RIESGO DE FINANCIACIÓN

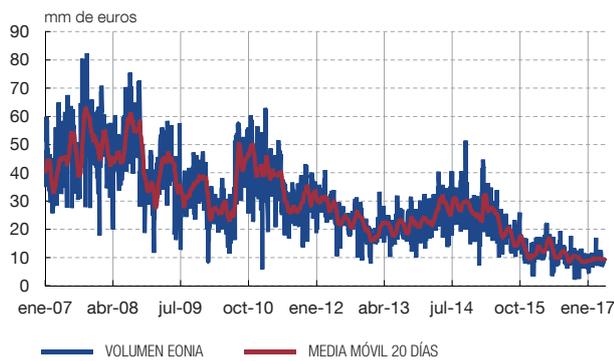
La actividad en los mercados interbancarios del área del euro se ha mantenido muy débil...

Desde el último IEF, la actividad en los mercados interbancarios del área del euro se ha mantenido muy débil. El gráfico 2.14.A muestra la evolución del volumen de contratación del Eonia, que continuó siendo reducido y alcanzó a finales de 2016 niveles de mínimos históricos. En el mercado interbancario español la evolución fue similar, con volúmenes negociados muy pequeños tanto en el segmento garantizado como en el no garantizado y con un papel poco significativo de este último, ya que en el primer trimestre de 2017 solamente ha representado el 5 % de la contratación total.

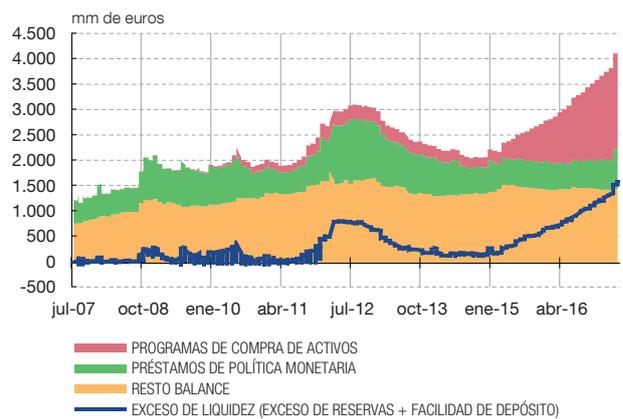
... consecuencia, en gran medida, de la política de provisión de liquidez del Eurosistema

Esta limitada actividad en los mercados interbancarios sigue siendo, en gran medida, consecuencia del exceso de liquidez, vinculado con las políticas monetarias convencionales y no convencionales por parte del Eurosistema (véase gráfico 2.14.B), que se instrumentan mediante diversos programas de compra de activos y operaciones de refinanciación, y

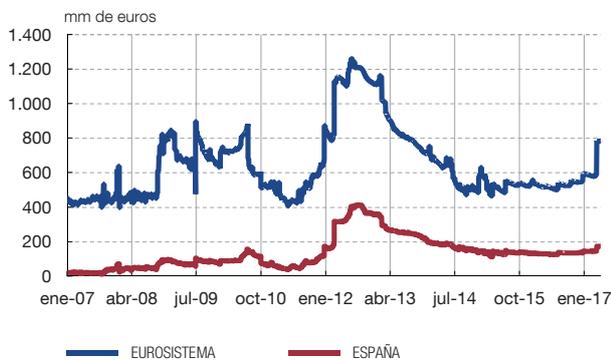
A VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DEL EONIA



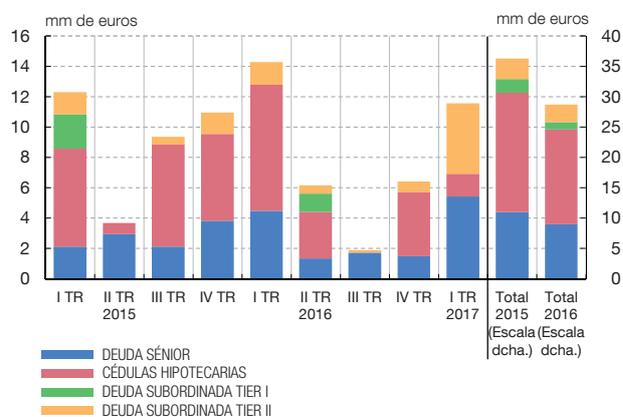
B BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



C SALDO VIVO DE LAS SUBASTAS DEL EUROSISTEMA



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



FUENTES: Bloomberg, Dealogic y Banco de España.

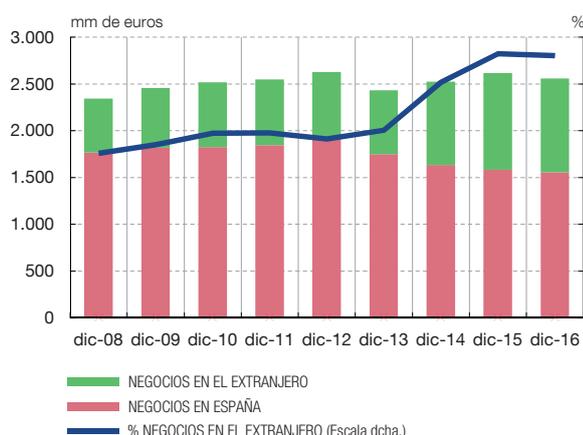
a Último dato: 25 de abril.

b Se incluyen emisiones de deuda sénior, cédulas hipotecarias y deuda subordinada, tanto la que computa a efectos de capital de nivel 1 como de nivel 2. No se incluyen emisiones retenidas.

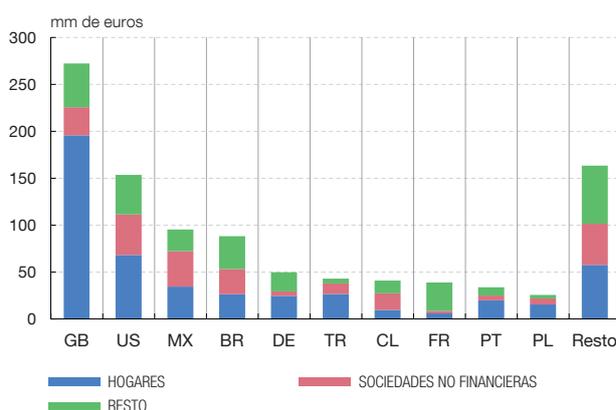
entre las que se encuentra la serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés) ejecutada entre junio de 2016 y marzo de 2017.

El gráfico 2.14.C muestra la evolución del saldo vivo de las subastas del BCE, tanto para el conjunto del Eurosistema como para las entidades residentes en España. En él se observa cómo las entidades de crédito europeas, y las españolas en particular, han seguido haciendo un uso importante de la liquidez proporcionada por el Eurosistema, y de hecho han incrementado notablemente la financiación obtenida vía subastas mediante peticiones en las operaciones TLTRO II. Así, desde finales de abril de 2016 hasta finales de abril de 2017, la apelación bruta aumentó un 51,7% en el conjunto del área y un 33,3% en España. La cuota de adjudicación de fondos a entidades residentes en España en las subastas se situó en marzo de 2017 en un valor medio del 24,6%. No obstante, esta cuota resulta menos representativa a medida que avanza el programa de compras del Eurosistema, ya que la importancia relativa de las operaciones de refinanciación disminuye. De hecho, la liquidez inyectada por esta última vía, cerca de 800 mm en total, suponía en abril alrededor del 40% del importe provisto por el Eurosistema mediante el programa de compras.

A EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS



B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS POR CONTRAPARTE  
Diciembre 2016



FUENTE: Banco de España.

Las emisiones de las entidades españolas en 2016 se redujeron respecto al año anterior

En relación con la actividad emisora de las entidades de depósito españolas, esta se redujo en 2016 respecto a las emisiones realizadas en 2015. Este descenso fue similar al observado en otras entidades de la zona del euro y se produjo en todas las categorías: deuda sénior, cédulas hipotecarias y deuda subordinada computable a efectos de capital de nivel 1 y de capital de nivel 2 (véase gráfico 2.14.D). En lo que respecta a su evolución a lo largo del año, la actividad emisora se concentró en el primer trimestre de 2016 y descendió a partir de entonces. Por categoría de emisión, destacaron las emisiones de cédulas hipotecarias. En el primer trimestre de 2017, las entidades han sido activas en cuanto a sus emisiones, en especial de deuda subordinada computable como capital de nivel 2.

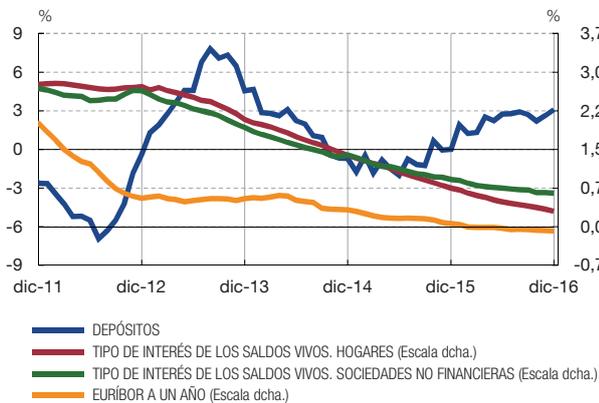
En Europa y EEUU los depósitos proceden principalmente de hogares, mientras que en Latinoamérica la proporción de depósitos de sociedades no financieras y hogares es similar

En cuanto a la financiación minorista, los depósitos del sector privado a nivel consolidado se mantenían en diciembre de 2016 en niveles similares a los del mismo mes del año anterior (con un aumento del 0,8% en tasa interanual, véase Anejo 1). Respecto al volumen de los depósitos en el extranjero (véase gráfico 2.15.A), las principales áreas geográficas en las que se concentra el negocio en el extranjero son: Europa (que concentra más de la mitad de los depósitos y, en particular, el Reino Unido con un 27,1%), seguida de Latinoamérica (29%) y Estados Unidos con un 15,3%. En conjunto, estas tres áreas geográficas aglutinan más del 95% de los depósitos del sector privado (véase gráfico 2.15.B). En Europa y Estados Unidos, los depósitos del sector privado proceden principalmente de hogares (en particular, destaca el Reino Unido, donde los depósitos captados de los hogares representan más del 70% del total depósitos). Por el contrario, en Latinoamérica los depósitos de sociedades no financieras son similares a los depósitos de hogares (37% frente a 33%).

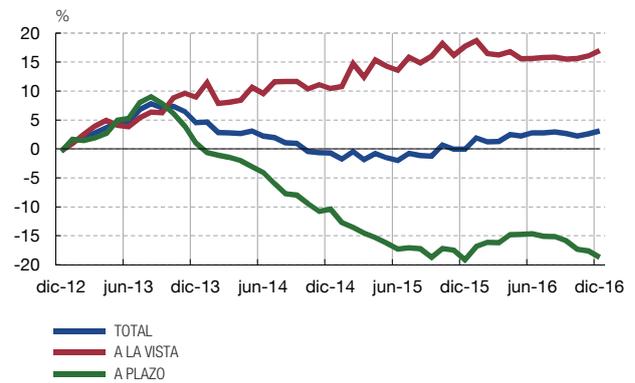
Los depósitos minoristas en el negocio en España se recuperaron ligeramente en 2016, pese al mantenimiento de la tendencia de caídas en los tipos de interés

Los depósitos minoristas captados por las entidades españolas (depósitos de hogares y sociedades no financieras) en el negocio en España crecieron un 3,1% en diciembre de 2016 en relación con el mismo mes del año anterior (véase gráfico 2.16.A). Esto supone una continuación de la tendencia iniciada a principios de 2015, cuando los depósitos minoristas comenzaron a moderar las caídas, hasta alcanzar finalmente una senda de tasas de variación positivas y crecientes. Este crecimiento en los depósitos de hogares y sociedades no financieras se produjo a pesar de la bajada continuada en los tipos de interés que se ha venido observando desde hace varios años y que prosiguió durante 2016, lo que puede ser consecuencia de que las alternativas de ahorro existentes tampoco ofrecen una mejor relación rentabilidad-riesgo para los ahorradores.

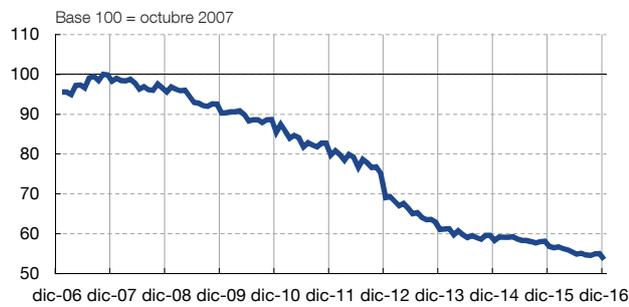
A EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y TIPOS DE INTERÉS DE LOS SALDOS VIVOS



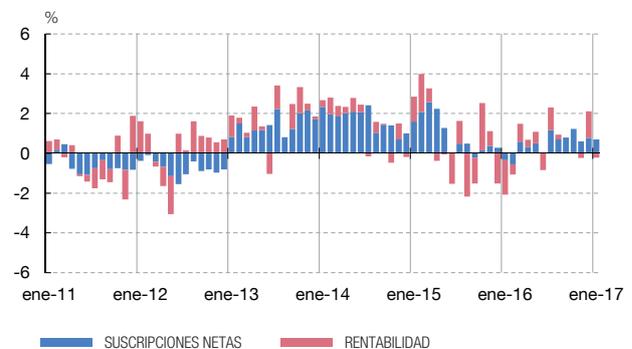
B DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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: Banco de España y CNMV.

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.

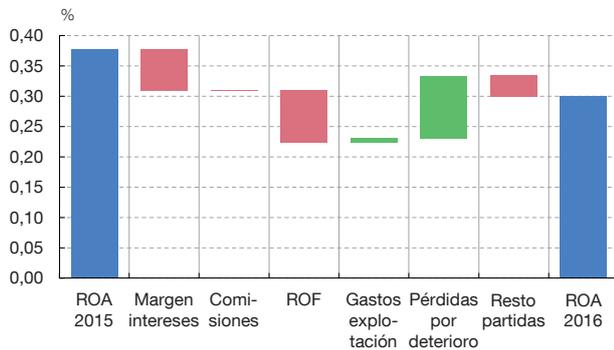
Precisamente debido a esas bajas rentabilidades, fueron los depósitos a la vista los que crecieron (un 17 % en tasa interanual), mientras que los depósitos a plazo continuaron su tendencia descendente de los últimos años (-18,8 % frente al año anterior). Este comportamiento tan diferente entre la evolución de los depósitos a la vista y la de los depósitos a plazo se hizo aún más evidente en el último año (véase gráfico 2.16.B).

Por su parte, la ratio crédito-depósitos volvió a reducirse, como en los últimos años

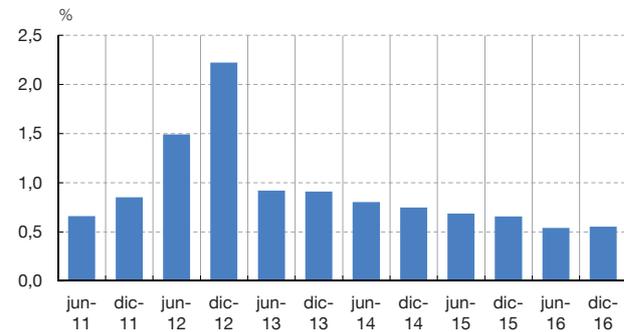
Tal y como ha venido sucediendo en los últimos años, la senda de recuperación de los depósitos de hogares y sociedades no financieras, junto con el mencionado descenso del crédito, posibilitaron una reducción adicional de la ratio crédito-depósitos en 2016, como continuación de una marcada tendencia a la baja iniciada en 2007 (véase gráfico 2.16.C).

En 2016, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 7 %, más de 15 mm de euros, hasta los 235 mm de euros en diciembre de 2016. Sin embargo, la evolución a lo largo del año fue dispar (véase gráfico 2.16.D). A comienzos de 2016, el patrimonio de los fondos se redujo debido a las rentabilidades negativas que reflejaban el episodio de inestabilidad en los mercados financieros acaecido en esas fechas. A partir de entonces, el patrimonio comenzó a crecer, en especial por el aumento de las suscripciones netas a lo largo del año. Por su parte, el comportamiento de las rentabilidades fue más irregular en 2016, registrando valores negativos en varios meses del año, en especial en junio, como

A DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO CONSOLIDADO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE EN 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 2016 respecto a 2015.

consecuencia del Brexit. En enero de 2017 se ha mantenido esta tendencia, registrándose unas suscripciones netas positivas que elevan ligeramente el patrimonio neto de los fondos, compensando su rentabilidad negativa.

## 2.2 Rentabilidad

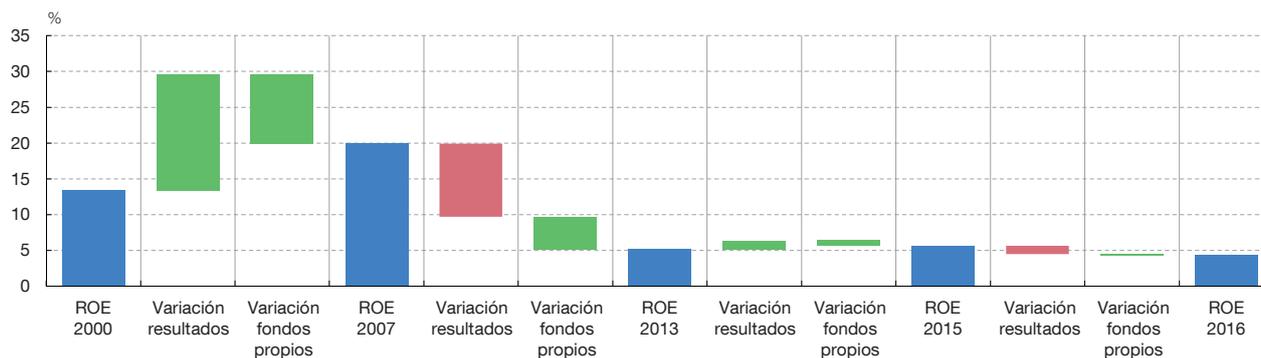
El resultado consolidado del sector en 2016 superó los 10,8 mm de euros, un 21,2 % inferior al del año anterior

Durante el año 2016, las entidades de depósito españolas en su conjunto obtuvieron un resultado consolidado atribuido a la entidad dominante superior a los 10.800 millones de euros. Esta cifra supone una reducción del 21,2 % respecto al beneficio obtenido en 2015 (véase Anejo 2), lo que se traduce en un descenso de 8 pb en la rentabilidad sobre activos (ROA), desde el 0,38 % de 2015 al 0,3 % de diciembre de 2016. La contribución de los distintos componentes de la cuenta de resultados a este descenso en el ROA entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016 aparece desglosada en el gráfico 2.17.A. Todos los componentes de la cuenta de resultados tuvieron una evolución desfavorable respecto al año anterior, con excepción de los gastos de explotación y las pérdidas por deterioro de activos financieros.

Solo las pérdidas por deterioro y, en menor medida, los gastos de explotación mejoraron respecto al año anterior, mientras que el resto de partidas redujo su contribución al resultado respecto a 2015

Con respecto a 2015, el margen de intereses se redujo un 4,1 % en diciembre de 2016, debido a que en el actual contexto de reducidos tipos de interés, el descenso en los costes financieros no pudo compensar la caída en los ingresos financieros (véase Anejo 2). Las comisiones también se redujeron, aunque en menor medida (un 0,6 %). La notable caída en el resultado de operaciones financieras, cercana al 30 %, fue consecuencia en su mayor parte de la evolución de las diferencias de cambio, debido a las depreciaciones superiores al 15 % de la libra esterlina, el peso mexicano y la lira turca (véase gráfico 2.3). Las contribuciones positivas a la variación en el resultado provinieron de los gastos de explotación, que disminuyeron más del 1 %, y de las pérdidas por deterioro de activos financieros, cuyo descenso alcanzó el 16 %.

No obstante, las pérdidas por deterioro no se redujeron tanto como en periodos anteriores, pese a la continuada mejora, en líneas generales, de la calidad crediticia de los balances, debido a que una entidad aumentó de forma significativa sus dotaciones a provisiones en el último trimestre del año. Así, el porcentaje sobre activos totales medios que representan dichas pérdidas por deterioro se incrementó ligeramente en diciembre respecto a junio de 2016, interrumpiendo una tendencia de descensos continuados desde diciembre de 2012



FUENTE: Banco de España.

a Un aumento (descenso) de los resultados representado en color verde (rojo) provoca un incremento del ROE, mientras que un aumento (descenso) de los fondos propios representado en color verde (rojo) provoca una reducción del ROE.

(véase gráfico 2.17.B)<sup>8</sup>. Adicionalmente, la partida de «Otros resultados» ha experimentado un incremento (mayores pérdidas) muy significativo como consecuencia de los mayores requerimientos en las provisiones de los activos adjudicados, en parte, por los cambios debidos a la entrada en vigor en el último trimestre de 2016 de la nueva circular contable del Banco de España (CBE 4/2016).

Como consecuencia del descenso en los beneficios, el ROE se redujo en el último año...

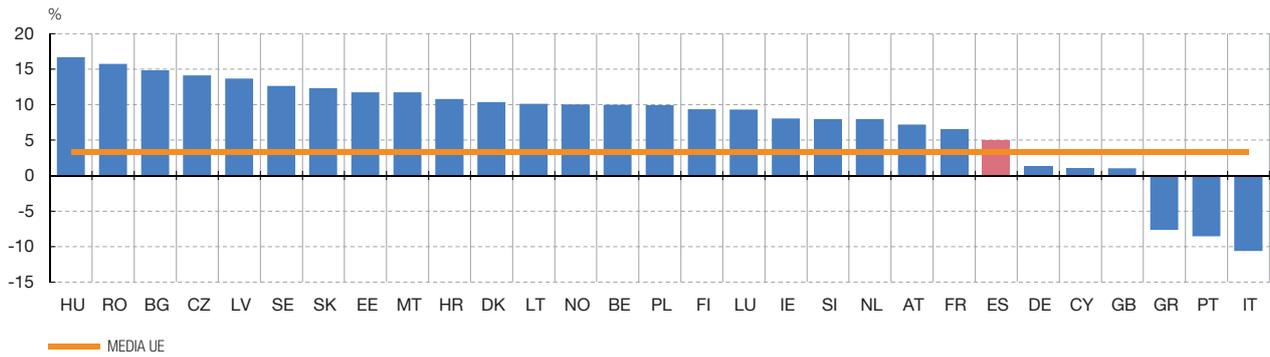
En la misma línea que el ROA, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) también se redujo en el último año, en 1,3 pp, desde el 5,6 % de 2015 al 4,3 % del año 2016. El gráfico 2.18 muestra la evolución del ROE con una perspectiva temporal más amplia, analizando la contribución del numerador (resultado consolidado atribuido a la entidad dominante) y del denominador (fondos propios) a la variación del ROE. En los primeros años del siglo XXI, el ROE registró valores elevados, por encima del 12 % todos los años, que alcanzaron su máximo en el año 2007, en el que rozó el 20 %. Así, entre el año 2000 y el año 2007, el ROE se incrementó 6,5 pp, y el aumento se debió al incremento de los resultados, dado que los fondos propios también crecieron, reduciendo así el ROE. En los años siguientes el ROE se redujo notablemente, principalmente como consecuencia de la reducción en los resultados, aunque el aumento de los fondos propios también redujo su valor. En particular, entre el año 2007 y el año 2013, el ROE descendió casi 15 pp, hasta situarse en valores cercanos al 5 %. En los años siguientes, el ROE se mantuvo relativamente estable en torno a estos valores. En el año 2015, como se ha comentado anteriormente, se situó en el 5,6 %, creciendo ligeramente respecto a 2013, debido al aumento (si bien limitado) de los resultados y pese al aumento (también reducido) de los fondos propios. El descenso del ROE entre 2015 y 2016 se debe principalmente a la comentada reducción de los beneficios, aunque el leve aumento en los fondos propios también contribuyó a disminuir su valor.

... si bien el ROE del sector es similar a la media europea y...

En términos comparativos, España se sitúa un poco por encima de la media europea (con datos de la ABE a diciembre de 2016<sup>9</sup>; véase gráfico 2.19), lo que refleja las presiones sobre la rentabilidad de un conjunto de factores, entre ellos el actual entorno de tipos reducidos, como se ha analizado en detalle en IEF anteriores. Los bajos tipos de interés

<sup>8</sup> Si no se tuvieran en cuenta las provisiones realizadas por esa entidad en 2016, el porcentaje de pérdidas por deterioro de activos financieros sobre ATM se reduciría al 0,47 %, por lo que hubiera continuado la tendencia descendente.

<sup>9</sup> Los datos se refieren a una muestra de 198 bancos, y están disponibles en <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.



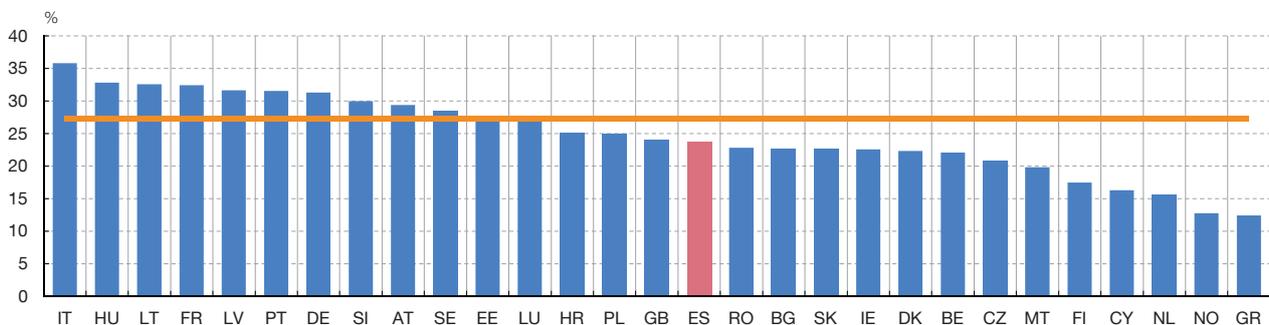
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

presionan de manera especial el margen de intereses, por lo que la búsqueda de ingresos alternativos es una vía a explotar con el objetivo de reforzar la cuenta de resultados. En este sentido, el gráfico 2.20.A muestra que el porcentaje que las comisiones netas representan sobre el margen bruto para el sector bancario español es relativamente inferior al de los principales países del entorno y a la media europea.

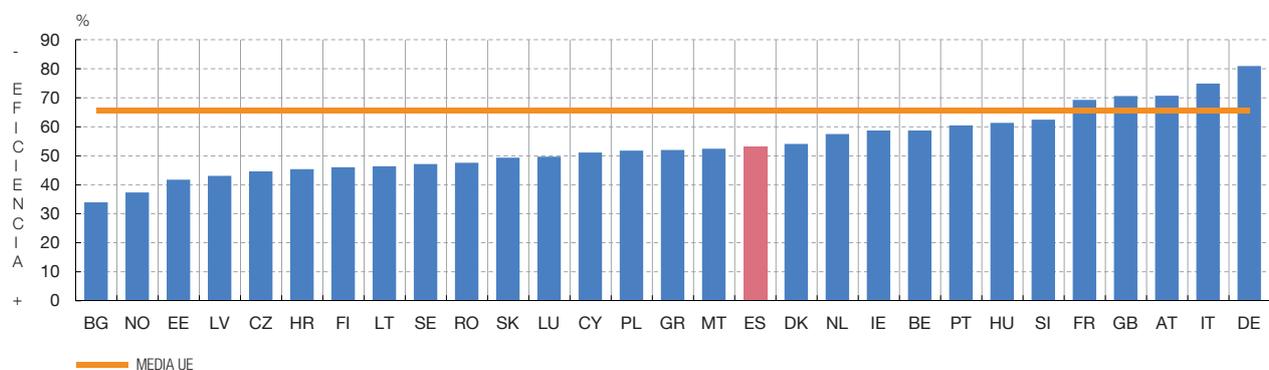
... la ratio de eficiencia es mejor que la de los sistemas bancarios...

Por el lado de la gestión de los recursos para la generación de resultados, es decir, desde el punto de vista de la eficiencia, el sistema bancario español continúa en una posición favorable respecto a sus homólogos europeos. Es decir, la ratio de eficiencia del

A COMISIONES NETAS SOBRE MARGEN BRUTO



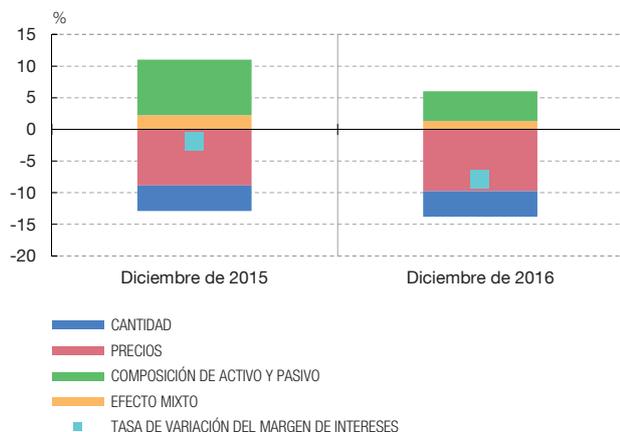
B RATIO DE EFICIENCIA (a)



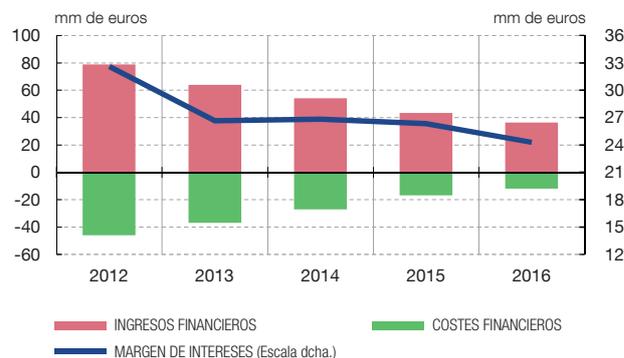
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a La ratio de eficiencia se define como el cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto.

A PORCENTAJE DE LA VARIACIÓN DEL MARGEN DE INTERESES EXPLICADO POR CADA FACTOR



B INGRESOS Y COSTES FINANCIEROS Y MARGEN DE INTERESES



FUENTE: Banco de España.

... de los principales países europeos

sector es inferior a la media europea y a la de los principales países europeos (véase gráfico 2.20.B). Perseverar en la eficiencia operativa reduciendo los gastos de explotación es una alternativa eficaz que debería perdurar en el tiempo para afrontar la situación actual de estrechamiento de márgenes.

La rentabilidad en los negocios en España fue relativamente peor que en la actividad consolidada global

En los negocios en España, según los estados financieros individuales de las entidades, la evolución de la rentabilidad durante el año 2016 fue relativamente peor que en su actividad consolidada a nivel global. De modo que el resultado neto después de impuestos se redujo un 34 % respecto a 2015, lo que se traduce en una reducción del ROE del 4,4 % al 2,8 %, si bien la dispersión entre entidades es notable y varias entidades han mejorado sus resultados en España respecto a los obtenidos en 2015. La explicación de este comportamiento es muy similar al de la actividad consolidada a nivel global: caídas generales de los márgenes, que las menores pérdidas por deterioro de activos (al haberse reducido relativamente menos que en períodos anteriores) no logran compensar, provocando un descenso del resultado final.

El margen de intereses en el negocio en España cayó un 8 % en 2016, dado que la caída de los ingresos financieros fue superior a la de los costes financieros, cuyo recorrido de bajada es cada vez más limitado

En particular, el margen de intereses en la actividad en España en 2016 cayó algo más (8 %) que a nivel consolidado global. El gráfico 2.21.A permite examinar los distintos componentes que explican su variación en 2015 y 2016. En primer lugar, se observa que el efecto precio, determinado por los reducidos tipos de interés aplicados a los activos rentables y los pasivos onerosos, es el factor que explicó en mayor medida el descenso de los márgenes tanto en 2015 como en 2016. El efecto cantidad, es decir, la contribución de la actividad, también fue negativa en ambos períodos, reflejando que la actividad bancaria continuaba en descenso (recuérdese el gráfico 2.6.A, que muestra que el volumen de crédito total siguió reduciéndose en 2016). Finalmente, la composición del activo y del pasivo contribuyó de manera positiva a la variación del margen de intereses en ambos años, pero su contribución en 2016 se redujo notablemente respecto a 2015, lo que explica el mayor descenso del margen en diciembre de 2016.

En el gráfico 2.21.B se muestra la evolución del margen de intereses y de sus dos componentes, ingresos financieros y costes financieros, desde una perspectiva temporal más amplia. La tendencia es clara: tanto los ingresos y los costes financieros como el margen

de intereses se han ido reduciendo en los últimos cinco años. La caída de los ingresos financieros es mayor en términos absolutos que la de los costes financieros (en términos relativos la situación se invierte), por lo que el margen de intereses se reduce. El recorrido de bajada por el lado de los costes financieros es cada vez más limitado, como se ha venido comentando en IEF anteriores, por lo que caídas adicionales en los ingresos financieros pueden reducir de forma más directa el margen de intereses.

No hay que olvidar además que, si el riesgo de reprecación de activos señalado en el capítulo 1 se materializara mediante una subida abrupta de los tipos de interés a largo plazo, las entidades podrían tener pérdidas en la cartera de negociación y minusvalías en la de disponibles para la venta. No obstante, un aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés podría beneficiar en el medio plazo a las entidades de depósito.

Recientemente, un riesgo adicional sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades lo constituyen las diferentes sentencias judiciales que se han traducido en un aumento de los costes legales incurridos por los bancos, obligando a realizar provisiones adicionales, con el consiguiente detrimento de sus resultados, lo que pone de manifiesto la importancia del riesgo legal para las entidades de depósito españolas (véase recuadro 2.2).

#### LAS CLÁUSULAS SUELO EN LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS A CONSUMIDORES: PRONUNCIAMIENTOS JUDICIALES Y SUS CONSECUENCIAS

RECUADRO 2.2

El descenso del índice Euríbor a un año, desde el año 2008 hasta la actualidad, en que ha llegado a situarse en valores negativos, ha provocado que se activen las cláusulas mediante las que se limita la variación del tipo de interés a la baja en los préstamos hipotecarios concedidos a consumidores (conocidas como cláusulas suelo).

A raíz de una moción aprobada en septiembre de 2009, el Pleno del Senado instó al Gobierno de la nación a promover una serie de medidas, entre ellas la de «establecer la efectiva traslación de los descensos del Euríbor a las cuotas de las hipotecas»; y, sobre esta cuestión, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera solicitó seguidamente al Banco de España, el 26 de enero de 2010, la elaboración de un informe. Dicho informe se publicó en el Boletín Oficial de las Cortes Generales de fecha 7 de mayo de 2010, a partir de la información obtenida de una muestra de 49 entidades de crédito a las que se solicitaron datos cuantitativos y cualitativos sobre las características de su cartera en relación con las cláusulas suelo y/o techo (límite al alza de la variación de tipos de interés).

Esta información puso de manifiesto que en el 29 % de la cartera analizada había limitaciones a la bajada de los tipos de interés y que, en esa parte de la cartera, el 82 % tenía también limitaciones a la subida. Los niveles de tipos de interés de suelos y techos practicados por las entidades incluidas en la muestra se situaron, en media ponderada y teniendo en cuenta los contratos vivos, en el 3,12 % para los suelos y en el 13,56 % para los techos.

En materia de fijación de los tipos de interés de las operaciones bancarias, la normativa española se asienta sobre el principio de

libertad de pactos, de forma que, siendo las cláusulas suelo una parte más del precio del préstamo, quedan sujetas al acuerdo entre las partes contratantes. Respetando dicho principio de libertad contractual, la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios (Orden de Transparencia), reforzó los mecanismos de transparencia informativa y de protección de los deudores hipotecarios en lo referente a la limitación a la variabilidad del tipo de interés: además de la obligación del notario de advertir expresamente al prestatario cuando se hubieran establecido límites a la variación del tipo de interés —obligación ya existente en la normativa anterior—. Cabe significar la inclusión, en la información precontractual que se debe facilitar al cliente, de diversos escenarios simulados sobre la evolución de los tipos de interés, así como de información adicional específica y separada sobre la existencia de limitaciones a la variabilidad de los tipos de interés del contrato, reflejando la cuota de amortización máxima y mínima, medida que, antes de ser recogida en la norma, ya proponía el informe del Banco de España de 2010.

Adicionalmente, la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, estableció que los contratos de préstamo hipotecario que se suscriban con un prestatario persona física en los que la hipoteca recaiga sobre una vivienda y en los que se estipulen cláusulas suelo y techo, deberán incluir en la escritura pública, junto con la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos determinados por el Banco de España, por la que el prestatario manifieste que ha sido adecuadamente advertido de los posibles riesgos derivados del contrato.

Desde 2013 se han venido dictando diversos pronunciamientos judiciales en los que, con mayor o menor alcance y efectos, se ha declarado la nulidad de las cláusulas suelo por razón de su carácter abusivo. Destaca, en primer lugar, la Sentencia 241/2013 de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, de 9 de mayo de 2013, mediante la que, tras la interposición de una acción colectiva, se declaró la nulidad (con efectos desde el día 9 de mayo de 2013) de las cláusulas suelo empleadas por las entidades BBVA, CAJAMAR, S. Coop. de Crédito, y Caja de Ahorros de Galicia, Vigo, Orense y Pontevedra (hoy ABANCA), por no respetar la normativa de consumo y de condiciones generales de la contratación.

En contra de lo establecido con anterioridad por diversas resoluciones judiciales, la sentencia declara lícitas las cláusulas suelo de los préstamos hipotecarios cuando en la información facilitada sobre dichas cláusulas exista transparencia y claridad suficiente para que los consumidores puedan identificar el objeto principal del contrato y el real reparto de riesgos de la variabilidad de los tipos de interés. Para la valoración de este extremo, el Tribunal Supremo establece un control de transparencia reforzado o doble, que comprende, por un lado, el control de incorporación y, por otro, el denominado «control de comprensibilidad real»: el primero supone la inclusión de las cláusulas suelo en las condiciones generales de los contratos con claridad, concreción y sencillez, mientras que el segundo exige que el consumidor comprenda las consecuencias económicas reales (carga económica) de las cláusulas en cuestión. Junto a lo anterior, la sentencia no reconoce efectos retroactivos a la anulación de las cláusulas suelo.

A raíz de esa resolución judicial, el Banco de España remitió el 25 de junio de 2013 una carta a las asociaciones profesionales del sector bancario (AEB, CECA y UNACC) en la que les solicitaba que trasladasen a sus respectivos asociados la necesidad de revisar la adecuación de las cláusulas suelo que figurasen en sus respectivas carteras de préstamos hipotecarios vivos a los criterios de transparencia establecidos por la citada Sentencia 241/2013 de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, de 9 de mayo de 2013. En la carta se señalaba, igualmente, que las entidades deberían, en lo sucesivo, extremar la atención a la hora de comercializar los préstamos hipotecarios que incorporasen ese tipo de cláusulas, siguiendo, en especial, los requerimientos de información contemplados en la Orden de Transparencia antes citada y en la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España que la desarrolla, así como los criterios establecidos por la referida sentencia.

Con posterioridad, la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo ha vuelto a pronunciarse sobre el carácter abusivo de las cláusulas suelo en varias resoluciones, en respuesta a demandas tanto individuales como colectivas. Entre ellas se pueden destacar la Sentencia 139/2015, de 25 de marzo (que, en el caso de una acción individual frente a BBVA, sentó jurisprudencia respecto de la irretroactividad de su declaración de nulidad), y la Sentencia 705/2015, de

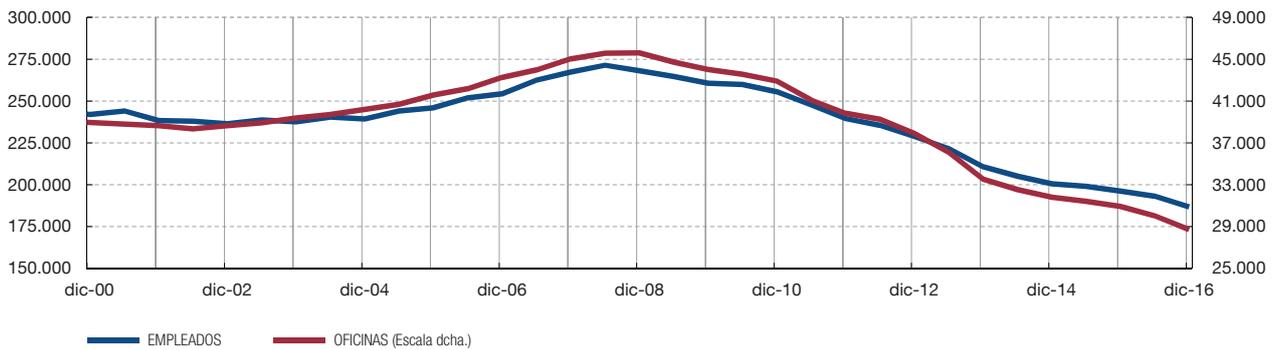
23 de diciembre (en el caso de una acción colectiva interpuesta frente a BBVA y Banco Popular), que, entre otras cosas, reiteró la nulidad de varias cláusulas suelo incluidas en contratos de préstamo formalizados con consumidores. Por su relevancia merece la pena señalar, asimismo, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil 11 de Madrid, de 7 de abril de 2016, que declaró la nulidad de las cláusulas suelo incluidas en los contratos de más de cuarenta entidades financieras, condenando a estas a eliminarlas y a devolver a los consumidores afectados las cantidades indebidamente cobradas desde el 9 de mayo de 2013.

Finalmente, la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) (Gran Sala), de 21 de diciembre de 2016 (en relación con las cuestiones prejudiciales planteadas en el curso de la tramitación de diversos procedimientos seguidos frente a Cajasur Banco, S.A.U., BBVA, S.A., y Banco Popular Español, S.A.), concluyó señalando que la irretroactividad de la nulidad declarada por el Tribunal Supremo en su Sentencia de 9 de mayo de 2013 —anteriormente comentada— es contraria al Derecho de la Unión Europea. Por tanto, los órganos jurisdiccionales que habían planteado las cuestiones prejudiciales deberán abstenerse para resolver los litigios principales de aplicar la jurisprudencia del Tribunal Supremo que había limitado la retroactividad de la declaración de abusividad de las cláusulas suelo enjuiciadas.

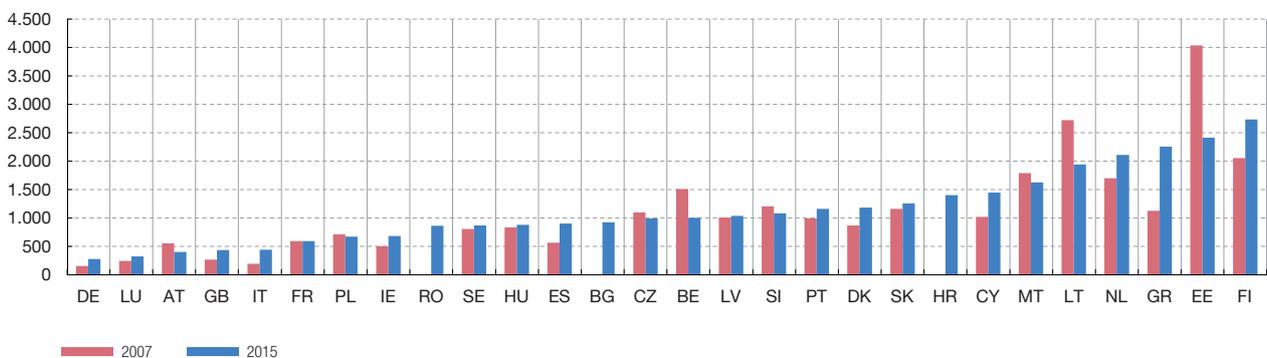
Como consecuencia de la resolución anterior, el 21 de enero de 2017 se publicó en el BOE el Real Decreto-ley 1/2017, de 20 de enero, de medidas urgentes de protección de consumidores en materia de cláusulas suelo, que ha establecido un cauce para facilitar que aquellos puedan llegar a un acuerdo con las entidades de crédito y dirimir así las controversias derivadas de la sentencia del TJUE, sin recurrir a la vía judicial. A la vista del principio de retroactividad reconocido a la declaración de nulidad de una cláusula suelo, se ha pretendido ordenar el proceso de devolución de las cantidades indebidamente percibidas por las entidades de crédito en aplicación de las cláusulas suelo, con la finalidad de evitar la saturación de los juzgados que podrían ocasionar las demandas de los deudores hipotecarios afectados.

Las diversas sentencias que se han producido sobre las cláusulas suelo han motivado por parte de las entidades la decisión de dejar de aplicarlas o la constitución de provisiones para cubrir las contingencias que en cada caso podrían producirse. En particular, la sentencia del TJUE sobre la anulación de la limitación de la retroactividad ha obligado a las entidades a realizar unas provisiones adicionales de unos 1.900 millones de euros en la cuenta de resultados de 2016. Este importe, calculado por las entidades basándose en su experiencia de reclamaciones de los clientes y en el grado de transparencia de sus cláusulas suelo, y que ha sido revisado por sus auditores externos, es una manifestación del impacto que tiene el riesgo legal en la rentabilidad de los bancos y, por tanto, en la necesidad de su adecuado control, gestión y cobertura.

A EMPLEADOS Y OFICINAS



B COMPARATIVA EUROPEA DEL ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN HERFINDAHL-HIRSCHMAN EN TÉRMINOS DE ACTIVO (a)



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

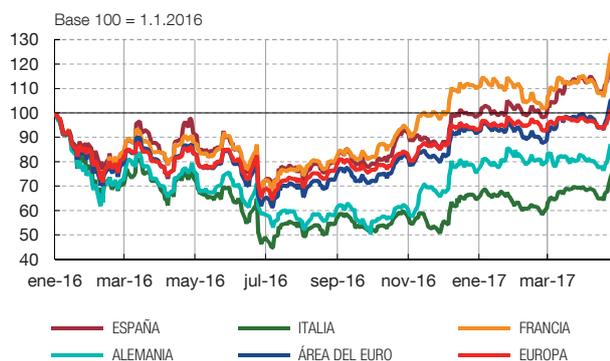
a El índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) se define como la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de todas las entidades.

Aunque todavía es pronto para llevar a cabo una valoración cuantitativa del impacto futuro que podría tener este riesgo, cabe pensar que las entidades ajustarán sus criterios de admisión de operaciones y de asignación de precios incorporándolo, con el consiguiente potencial impacto en la oferta de crédito.

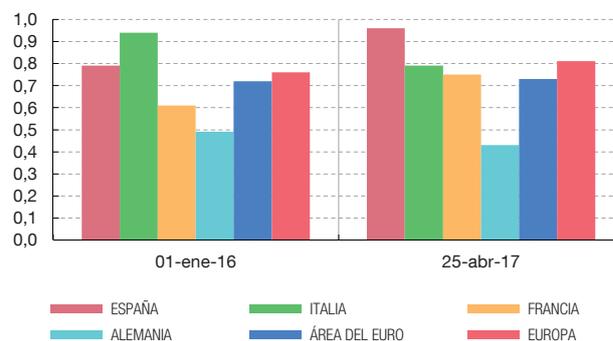
En línea con lo comentado anteriormente respecto a la ratio de eficiencia, continúa el proceso de ajuste de capacidad mediante la reducción de empleados y oficinas, como se muestra en el gráfico 2.22.A. Por su parte, el nivel de concentración del sector bancario español se ha incrementado, pero, como se observa en el gráfico 2.22.B, sigue en niveles reducidos respecto a la concentración de otros sistemas bancarios europeos. Por tanto, aún existe margen para que las entidades consideren posibles operaciones corporativas, que podrían llevar asociadas ganancias de eficiencia, que contribuirían a afrontar con mayores garantías los elementos de presión a los que está sometida la rentabilidad del sector bancario español.

Adicionalmente, el negocio de la banca tradicional se enfrenta al desafío que supone el desarrollo de nuevas tecnologías y la aparición de las empresas denominadas *fintech*. En concreto, se enfrenta al reto de la transformación tecnológica que afecta al modo en el que se proporcionan y se usan ciertos servicios bancarios. Estas innovaciones (entre las que se encuentran el uso de diferentes dispositivos móviles, el procesamiento de mucha información de manera muy rápida —*big data*— o las nuevas tecnologías de tratamiento de información a distancia o «en la nube») suponen una alternativa a la posibilidad de seguir

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.

mejorando en eficiencia y ofrecer servicios nuevos, o de mayor calidad, a sus clientes. Sin embargo, no se puede olvidar que los beneficios que procedan del uso de las nuevas tecnologías no están exentos de costes, ni de riesgos. Costes procedentes de las inversiones necesarias en tecnología y riesgos relacionados con temas de privacidad de datos, fraude o ciberataques.

Los índices de los sectores bancarios de los principales países europeos se recuperaron a partir del verano

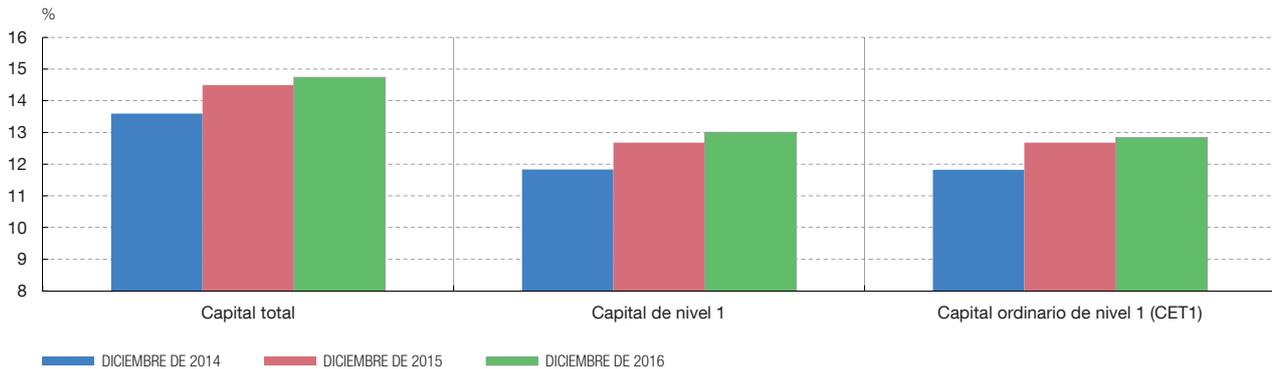
Este contexto de rentabilidad bajo presión, así como de incertidumbre en los requisitos regulatorios, y el crecimiento limitado de las economías europeas, han afectado a la evolución bursátil de las entidades bancarias. Así, su comportamiento en Bolsa durante la primera mitad del año fue desfavorable, pero, a partir del verano, los índices bursátiles de los sectores bancarios de los principales países europeos empezaron a recuperarse. No obstante, se observan diferencias en los comportamientos por países, y la evolución del sistema bancario español fue más favorable que la de otros sistemas bancarios, como el alemán y, de manera señalada, el italiano. En los dos primeros meses de 2017 las cotizaciones se han mantenido relativamente estables y desde principios de marzo están aumentando, en particular en las últimas fechas (véase gráfico 2.23.A). Así, fruto de esta caída y posterior recuperación y repunte bursátil, el cociente entre el valor de mercado y el valor en libros (*price to book value*) del sistema bancario español ha aumentado con respecto a comienzos de 2016 y ocupa un lugar destacado entre sus homólogos europeos (véase gráfico 2.23.B). En cualquier caso, la aún baja rentabilidad del sector en relación con el coste del capital que emplea, ciertos elementos específicos de determinados sistemas bancarios e instituciones financieras, tales como el nivel elevado de activos improductivos en los balances bancarios, así como la incertidumbre asociada a los cambios regulatorios en el sector, siguen siendo potenciales elementos de riesgo con un efecto directo de corrección a la baja en las cotizaciones bursátiles.

### 2.3 Solvencia

La ratio de capital CET1 se situó en el 12,8 % en diciembre de 2016, tras aumentar ligeramente en el último año

En cuanto al análisis de la solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas, la ratio de capital ordinario de nivel 1, el capital de mayor calidad, alcanzó el 12,8 % en diciembre de 2016. En el año 2016, la ratio aumentó ligeramente (16 pb; véase gráfico 2.24) y se sitúa por encima de los requerimientos regulatorios<sup>10</sup>. En la misma línea, las ratios de capital total y de capital de nivel 1 también aumentaron, en 25 pb y 35 pb, respectivamente,

<sup>10</sup> En el año 2016 comenzó la aplicación progresiva (*phase in*) del colchón de conservación de capital, que aumentó un 0,625 % el requisito mínimo del 4,5 % de CET1.



FUENTE: Banco de España.

en el año 2016. La ratio de capital total se situó en el 14,7 % en diciembre de 2016, mientras que la ratio de capital de nivel 1 alcanzó el 13 % (dos décimas por encima de la ratio CET1).

El aumento se debió al descenso de los activos ponderados por riesgo

Como se puede ver en el gráfico 2.25.A, que muestra los niveles de los distintos tipos de capital y el volumen de exposición al riesgo (activos ponderados por riesgo, APR), el aumento de las ratios se debió al descenso de los activos ponderados por riesgo, dado que los niveles de capital se mantuvieron relativamente estables durante 2016. Los APR se situaron en 1.647 mm de euros a finales de 2016, lo que supone un descenso del 1,9 %. Dado que el activo total de las entidades de depósito también se redujo en una magnitud similar (1,7 %) en el último año, la proporción que los APR representan sobre el activo total apenas cambió en 2016, situándose en el 45,7 %.

En el gráfico 2.25.B se representa la composición de los fondos propios (el numerador de las ratios de capital). Como viene siendo habitual, el capital ordinario de nivel 1, CET1, constituye la gran mayoría de los fondos propios (87 %), el capital adicional de nivel 1 (que se incluye en el cómputo del capital de nivel 1 pero no en el capital de nivel 1 ordinario) representa un 1 % de los fondos propios. Finalmente, el capital de nivel 2 (incluido en el cálculo del capital total pero no computable para los capitales de nivel 1) tiene un peso del 12 % de los fondos propios.

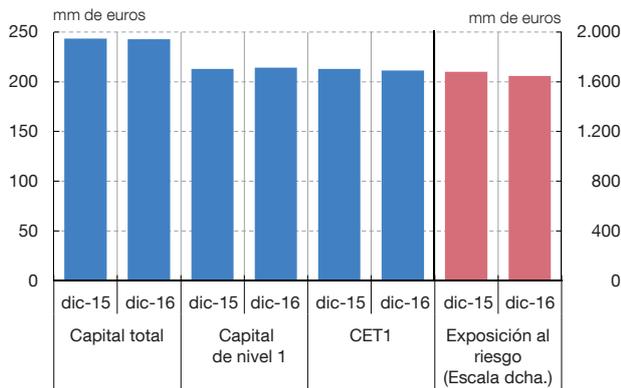
El capital y las reservas constituyen la mayor parte del capital CET1...

Reduciendo el objeto de análisis al CET1, en el gráfico 2.25.C se muestra el detalle de su composición en términos de APR. Por el lado de los elementos computables, los instrumentos de capital representan la mayor parte del mismo (44 %), seguidos de las reservas (34 %), los ajustes transitorios (12 %), y los minoritarios y otros (9 %). Como se puede observar, el capital y las reservas representan prácticamente el 80 % del CET1. Respecto a las deducciones, la mayor parte de ellas proceden del fondo de comercio y otros activos intangibles (64 %), mientras que los activos fiscales diferidos y el resto de las deducciones representan cada una un 18 %.

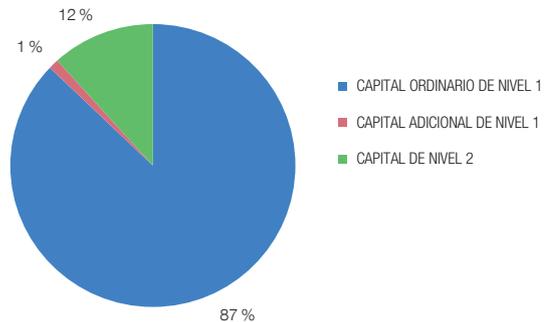
... mientras que el riesgo de crédito representa la mayoría de los APR

En cuanto a la composición de los activos ponderados por riesgo, el denominador de las ratios, este está formado en su mayor parte por el riesgo de crédito y contraparte (87 %), seguido del riesgo operacional (9 %), mientras que el riesgo de posición, tipo de cambio y materias primas, y el resto de los riesgos completan el 4 % restante de APR (véase gráfico 2.25.D).

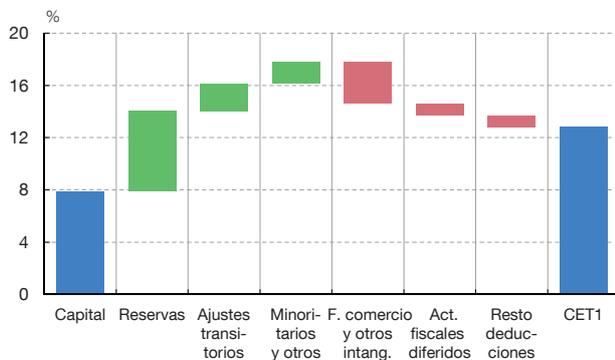
A NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



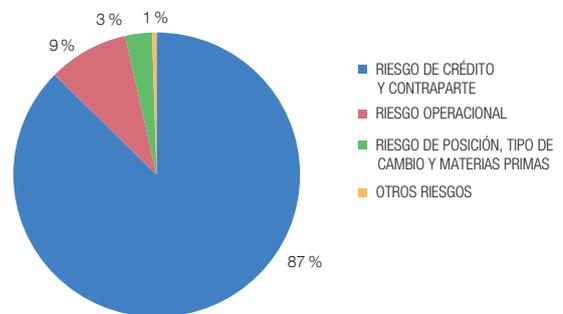
B COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS



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



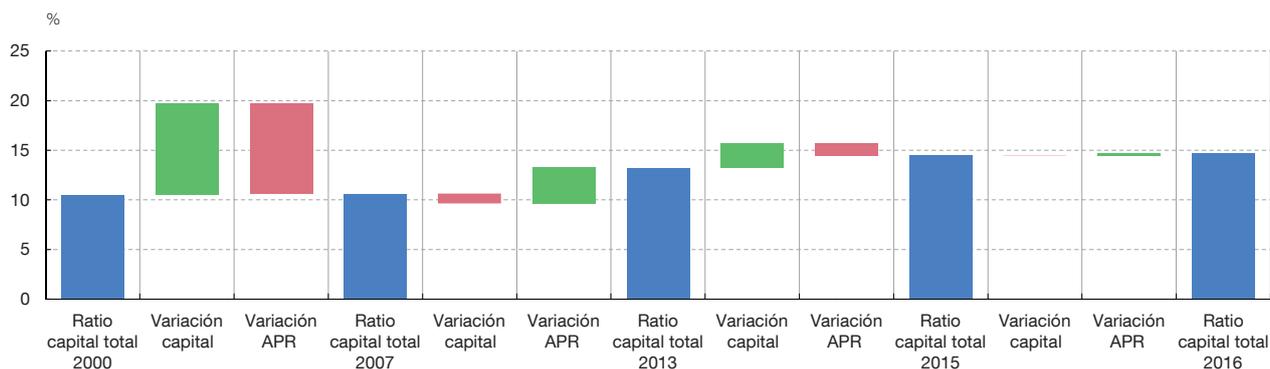
D COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



FUENTE: Banco de España.

De manera análoga al análisis realizado en la sección de rentabilidad, desde el punto de vista de solvencia también se muestra en el gráfico 2.26 la evolución de la ratio de capital total en un horizonte temporal amplio, distinguiendo la contribución del numerador (capital total) y del denominador (APR). En los primeros años del siglo XXI, la ratio de capital total permaneció relativamente estable, dado que los notables aumentos en el capital se vieron compensados por incrementos de igual intensidad en los APR, al crecer notablemente el crédito al sector privado. Así, entre el año 2000 y el año 2007 la ratio de capital total apenas aumentó una décima, del 10,5 % al 10,6 %, como consecuencia del fuerte incremento tanto del capital como de la exposición. En los años siguientes se produjo un aumento de la ratio de capital total, como consecuencia del descenso en los APR (fruto del desapalancamiento del sector privado), dado que el capital total se redujo (fruto de las pérdidas del sector). La ratio de capital total se incrementó en 2,6 pp, hasta alcanzar el 13,2 % en 2013. Entre 2013 y 2015 continuó el incremento de la ratio de capital total, que aumentó en 1,2 pp hasta el 14,5 %, pero se invirtió el origen de esta subida. El fortalecimiento de la ratio se produjo como consecuencia de un aumento del capital total y pese al aumento, aunque en menor medida, de los APR. Finalmente, en 2016, como se ha comentado al principio de la sección, se produjo un ligero aumento de la misma debido al descenso de los APR.

La evolución del capital en el periodo 2000-2016 es el resultado, en parte, de la variación en los beneficios retenidos por parte de las entidades y, por otro lado, de los cambios en



FUENTE: Banco de España.

a Un aumento (descenso) del capital representado en color verde (rojo) provoca un incremento de la ratio de capital total, mientras que un aumento (descenso) de los activos ponderados por riesgo representado en color rojo (verde) provoca una reducción de la ratio de capital total.

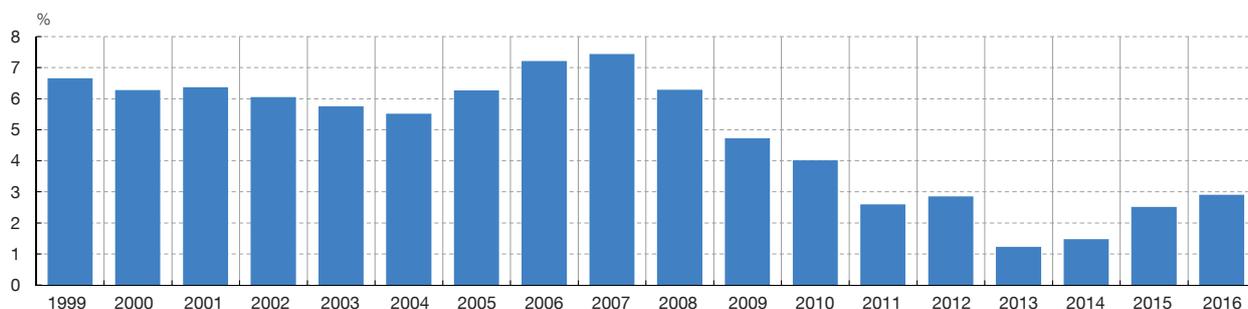
el propio nivel de capital (ampliaciones y reducciones —absorciones de pérdidas—). Las entidades españolas han mantenido una política de dividendos (o dotaciones a obra social, o retornos a socios cooperativistas, en el caso de cajas o cooperativas, respectivamente) a nivel agregado relativamente estable en el periodo señalado, con la excepción de los años 2012 a 2014. Así, el porcentaje del resultado distribuible destinado a dividendo, obra social o retorno a socios cooperativistas, en términos medios, se sitúa algo por debajo del 50%. Por otro lado, el gráfico 2.27 muestra su evolución a nivel agregado en porcentaje de los fondos propios contables para el total de las entidades de depósito.

En términos de CET1, España ocupa una posición baja respecto a sus homólogos europeos

En el análisis comparado de la ratio de capital ordinario de nivel 1 con el resto de los países de la Unión Europea, se observa (véase gráfico 2.28.A) que España ocupa una posición baja en términos relativos. No obstante, la ratio de España registra un valor no muy alejado (1,6 pp) de la media europea. En términos de ratio de apalancamiento, esto es, sin incluir ponderaciones por el nivel de riesgo, la posición relativa del sector bancario español mejora en términos comparativos (véase gráfico 2.28.B).

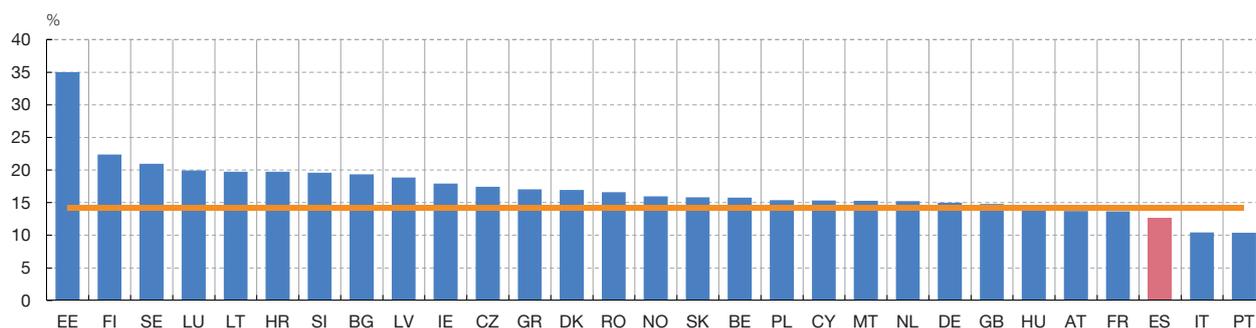
Tratando de explicar las diferencias existentes en el nivel de riesgo que incorpora el cálculo de los APR, en el recuadro 2.3 se presenta un análisis comparado entre los principales países europeos en cuanto a la intensidad de uso del método estándar (SA) y el enfoque basado en las calificaciones internas de las entidades (IRB, por sus siglas en inglés), así como de la densidad de APR bajo el método IRB.

DIVIDENDO, DOTACIONES A OBRA SOCIAL Y RETORNO A SOCIOS SOBRE FONDOS PROPIOS CONTABLES

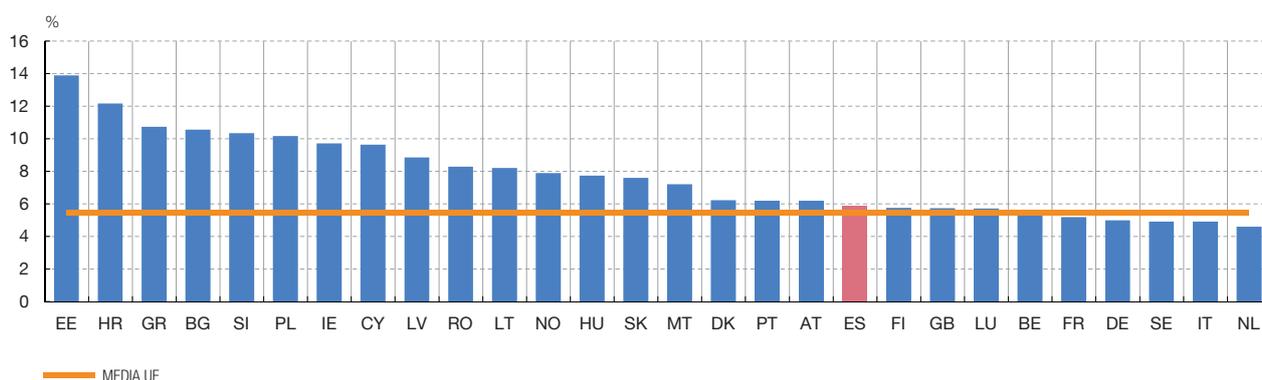


FUENTE: Banco de España.

A RATIO DE CAPITAL ORDINARIO DE NIVEL 1



B RATIO DE APALANCAMIENTO (a)



— MEDIA UE

FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a La ratio de apalancamiento se define como el cociente entre el capital de nivel 1 (transicional) y la exposición total definida a efectos de dicha ratio de apalancamiento.

PONDERACIÓN POR RIESGO DE LAS EXPOSICIONES CREDITICIAS: ANÁLISIS DE ENTIDADES EUROPEAS

RECUADRO 2.3

Los resultados del ejercicio de transparencia de 2016 del sector bancario europeo, publicados por la ABE el pasado mes de diciembre<sup>1</sup>, permiten dar continuidad al análisis de las carteras crediticias de los principales bancos europeos llevado a cabo en el IEF de mayo de 2015 y actualizado en el IEF de mayo de 2016. La comparación de la información contenida en este ejercicio con la publicada también por la ABE en el ejercicio de estrés de 2014 brinda la oportunidad de analizar la evolución de las exposiciones crediticias y sus ponderaciones por riesgo entre diciembre de 2013 y junio de 2016 para una muestra homogénea de 68 entidades situadas en las principales economías europeas: Alemania (18), España (14), Francia (11), Gran Bretaña (4), Italia (15) y Holanda (6).

Los análisis realizados en los IEF de 2015 y 2016 evidenciaron la existencia de diferencias significativas entre países en la intensidad de uso de los enfoques estándar (SA) y las metodologías internas desarrolladas por las entidades (IRB) a la hora de determinar los APR de sus carteras crediticias. Asimismo, estos ejercicios pusie-

ron de manifiesto notables diferencias en las densidades de APR resultantes —medidas como el cociente entre la valoración por riesgo que reciben las exposiciones de crédito y el valor total de dichas exposiciones—, tanto entre países como en función del enfoque empleado. El análisis que se presenta en este recuadro permite confirmar que las diferencias observadas en años anteriores se mantienen a junio de 2016.

1 Composición del riesgo de crédito

El gráfico A muestra la importancia relativa de las distintas carteras que componen el total de la exposición crediticia de las entidades analizadas: sector público y bancos centrales, entidades financieras, empresas, minorista, garantizada por bienes inmuebles y resto.

<sup>1</sup> Los resultados del ejercicio de transparencia 2016 pueden consultarse en la página de la ABE <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2016>.

Como se observa en el gráfico, para el agregado de los seis países considerados, los mayores porcentajes de exposición corresponden a las carteras de empresas (30 %), sector público y bancos centrales (24 %, con un incremento de 4 pp desde 2013) y garantizada por bienes inmuebles (21 %). Para las entidades españolas, la cartera garantizada por bienes inmuebles representa un 30 % de la exposición total —situándose a la cabeza de los países de la muestra tras Holanda y notablemente por encima de la media—, mientras que la cartera de empresas representa un 23 %, 7 pp por debajo de la media de las entidades consideradas.

**2 Exposiciones de crédito bajo los métodos SA e IRB**

El gráfico B recoge la evolución, tanto a nivel agregado como por carteras crediticias, del porcentaje de exposiciones cuyo riesgo se mide en base a los métodos SA e IRB. Como se observa en el gráfico, la exposición total sujeta al método IRB a junio de 2016 para el agregado de los seis países que conforman la muestra supone el 65 % de la exposición total (64 % en 2013). Para España, la

exposición bajo el método IRB a junio de 2016 representa el 44 % de la exposición total (el mismo porcentaje que en 2013), siendo el país de la muestra menos intensivo en el uso de metodologías internas. En el extremo opuesto, Holanda destaca por su elevado uso del método IRB, que representa el 86 % de la exposición total (85 % en 2013).

Por su parte, el análisis de la intensidad de uso de los métodos SA e IRB para las distintas carteras crediticias de las entidades pone de manifiesto la importancia del método IRB en la valoración del riesgo de las carteras del sector privado (empresas, minorista y garantizada por bienes inmuebles).

**3 Densidad de APR bajo los métodos SA e IRB para las carteras del sector privado**

Dada la importancia de los métodos internos de valoración del riesgo de crédito en las carteras del sector privado, resulta relevante analizar las ponderaciones por riesgo que resultan de la aplicación de este enfoque en los diferentes países.

Gráfico A  
COMPOSICIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO POR PAÍS Y CARTERA. DICIEMBRE DE 2013 Y JUNIO DE 2016

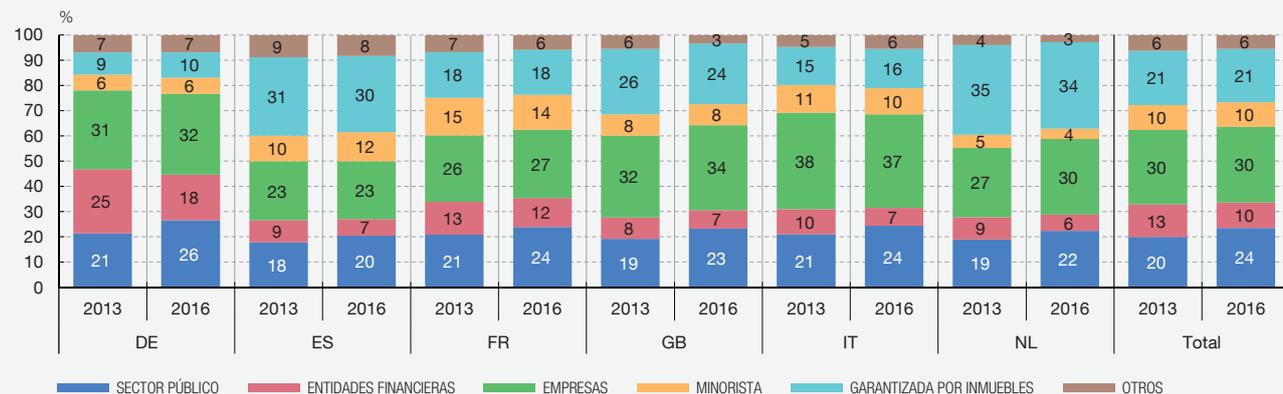
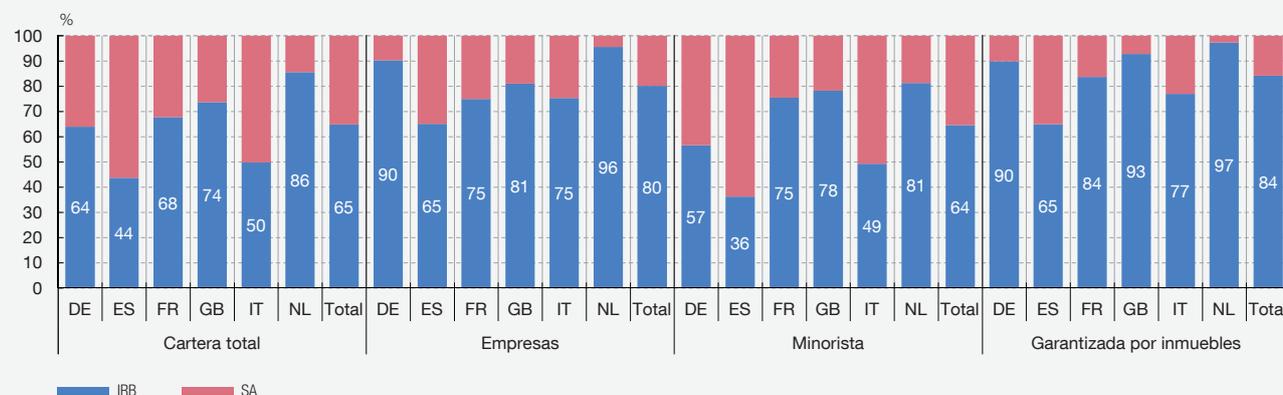


Gráfico B  
INTENSIDAD EN EL USO DE LOS MÉTODOS SA E IRB. JUNIO DE 2016



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

Gráfico C  
DENSIDAD APR PARA EL CONJUNTO DE PAÍSES ANALIZADOS. JUNIO DE 2016

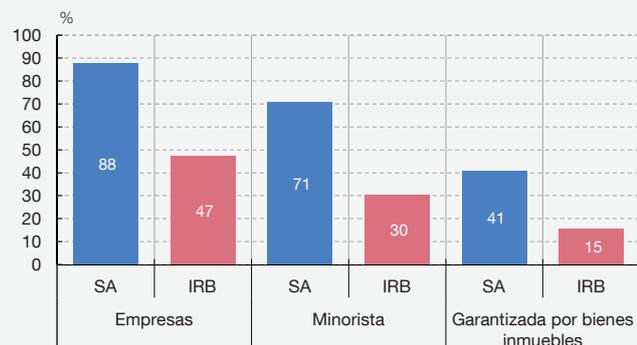


Gráfico D  
DENSIDAD APR EN MÉTODO IRB. CARTERA EMPRESAS



Gráfico E  
DENSIDAD APR EN MÉTODO IRB. CARTERA MINORISTA

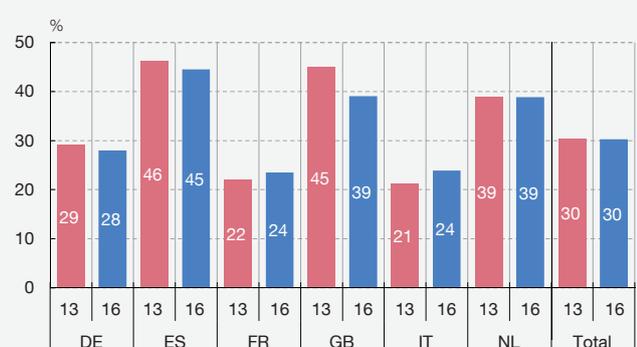
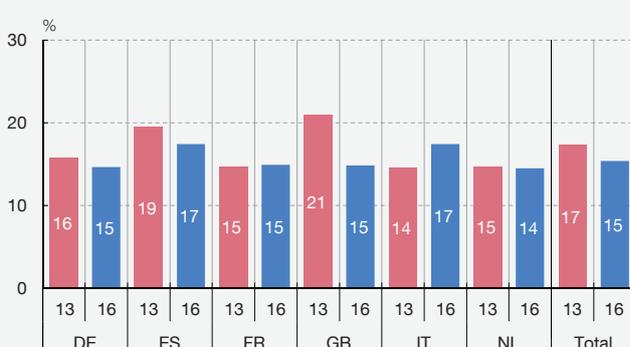


Gráfico F  
DENSIDAD APR EN MÉTODO IRB. CARTERA GARANTIZADA POR BIENES INMUEBLES



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

### 3.1 Empresas

Como muestra el gráfico B, a junio de 2016 un 80 % de las exposiciones de la cartera de empresas del conjunto de entidades consideradas se encuentra sujeto al enfoque IRB. En España, la proporción de uso de cada metodología es algo más equilibrada, con un 65 % en IRB frente al 35 % en SA.

La densidad de APR de la cartera de empresas sujeta a IRB a nivel agregado se sitúa en el 47 % a junio de 2016, frente a una densidad media del 88 % para las exposiciones bajo el método SA (véase gráfico C). Por países (véase gráfico D), las densidades del método IRB oscilan entre el 41 % de Alemania y el 57 % de España, un rango similar al observado a diciembre de 2013 (entre un 43 % en Holanda y un 56 % en España) y que sitúa a España como país con mayor densidad en IRB para esta cartera.

### 3.2 Minorista

Como se observa en el gráfico B, a junio de 2016 el volumen de exposiciones de la cartera minorista sujeta al método IRB para el total de países de la muestra prácticamente duplica el volumen bajo un enfoque SA. De entre la muestra de países analizados

destaca especialmente España, cuya proporción de exposiciones de la cartera minorista sujetas al método IRB (36 %) es notablemente inferior a la de exposiciones bajo el método SA.

La densidad de APR resultante del método IRB para el conjunto de entidades analizadas se sitúa en el 30 % a junio de 2016 (la misma densidad que en 2013), frente a una densidad del 71 % para las exposiciones de esta cartera valoradas con el método SA (gráfico C).

El gráfico E recoge la densidad de APR bajo el método IRB para los diferentes países de la muestra, entre los que nuevamente destaca España, que exhibe una densidad en IRB del 45 % (46 % en 2013), 15 pp por encima de la media, superando en más de 20 pp a las densidades de Francia e Italia.

### 3.3 Garantizada por bienes inmuebles

La relevancia del método IRB se pone también de manifiesto en la cartera garantizada por bienes inmuebles, con una intensidad de uso del 84 %, frente al 16 % bajo el método SA para el conjunto de países analizados (véase gráfico B). También en este caso España presenta menor intensidad de uso del método IRB que la

media europea, con un 65 % del total de exposiciones sujetas a este método a junio de 2016.

En términos agregados, la densidad de las exposiciones en IRB a junio de 2016 se sitúa en el 15 %, frente a una densidad en SA del 41 % (véase gráfico C). El análisis para los distintos países considerados (véase gráfico F) revela que también para esta cartera España presenta la mayor densidad en IRB, que se sitúa en el 17 % (19 % en 2013).

En definitiva, el análisis presentado pone en evidencia la persistencia de diferencias significativas tanto en relación con la intensidad de uso de los métodos SA e IRB entre países como en cuanto a las densidades resultantes de uno y otro enfoque. Además, a junio de 2016 se mantiene una elevada dispersión entre países en las densidades de APR resultantes de las metodologías IRB utilizadas por sus entidades.

Esta variabilidad en la densidad de APR bajo el método IRB ha sido apuntada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) en reiteradas ocasiones<sup>2</sup> como una de las principales fuentes de heterogeneidad en la valoración del riesgo por parte de las entidades de distintas jurisdicciones. Entre las propuestas para mitigar esta falta de comparabilidad, destacan el establecimiento de límites a la aplicación de metodologías internas a determinadas carteras, así como la aplicación de suelos mínimos a la reducción de requerimientos de capital mediante el método IRB frente al SA. En este último punto, el BCBS aún no ha sido capaz de alcanzar un acuerdo final sobre el importe de dichos suelos.

2 Véase, por ejemplo, el documento de consulta «Reducing variation in credit risk-weighted assets – constraints on the use of internal model approaches», del BIS, de 24 de junio de 2016; <https://www.bis.org/bcbs/publ/d362.pdf>.

### 3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

#### 3.1 Análisis de riesgos sistémicos

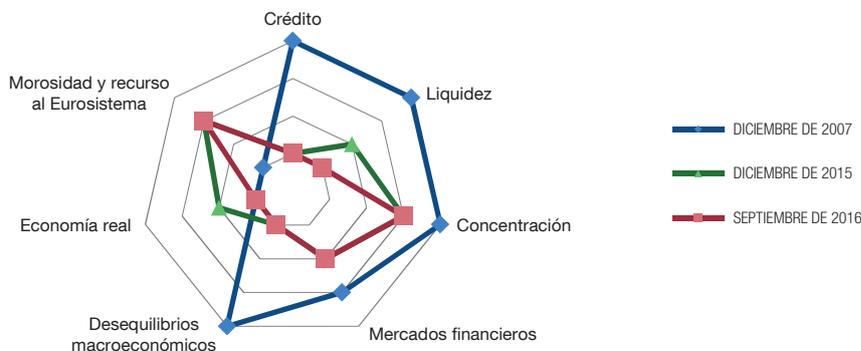
Durante el último año se produjo una reducción moderada de los riesgos sistémicos

La última actualización del mapa de riesgos sistémicos desarrollado por el Banco de España<sup>1</sup> apunta a la continuación de la reducción moderada de las vulnerabilidades durante los últimos trimestres (véase gráfico 3.1). Este desarrollo se explica, entre otros motivos, por la disminución de los riesgos relacionados con la economía real (variación del PIB, tasa de desempleo), los cuales han mejorado de forma sustancial en el último año.

Actualmente tres indicadores se sitúan en niveles de cierto riesgo. El primero se refiere a la medida que recoge la ratio de morosidad y el recurso a la financiación del Eurosistema, ambos todavía en niveles superiores a sus respectivos promedios históricos, si bien la situación del recurso al Eurosistema, dentro de un contexto de política monetaria convencional y no convencional, ha mejorado con respecto a los niveles registrados en 2012. Asimismo, persisten riesgos en el plano de la concentración de las carteras de crédito, los cuales se explicarían por factores estructurales que varían de forma gradual. En cualquier caso, en estas dos categorías, que todavía recogen los efectos de la última crisis, se viene produciendo una disminución del riesgo en los últimos años. Por último, también se mantienen las vulnerabilidades relacionadas con los mercados financieros, aunque en niveles reducidos. En este ámbito, la volatilidad de los valores bancarios y la evolución de los diferenciales de deuda corporativa durante el último trimestre para el cual se dispone de datos habrían impedido una mejora de esta dimensión. Con todo, conviene señalar que el nivel de riesgo detectado para cada una de estas tres categorías es similar al detectado en el anterior IEF.

MAPA DE RIESGOS (a)

GRÁFICO 3.1



FUENTE: Banco de España.

a Se muestran gráficamente los niveles del mapa de riesgos en siete 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; niveles y 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 tipos de acreditados. 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 balance por cuenta corriente. La categoría de economía real incluye indicadores sobre crecimiento económico y nivel de desempleo. La categoría de morosidad y recurso al Eurosistema incluye indicadores sobre activos dudosos y préstamos del Banco Central Europeo/Banco de España a instituciones financieras, incluidas las operaciones de política monetaria no convencional. 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.

<sup>1</sup> Esta herramienta transforma en un mapa de riesgos la información de más de un centenar de indicadores relativos a variables clave para el sistema financiero. En concreto, se incluyen medidas sobre la evolución del crédito, el mercado de la vivienda, la estructura del balance de las entidades de crédito (riesgos de liquidez, concentración de la cartera de crédito y morosidad), la situación de los mercados financieros y la economía real.

### 3.2 Riesgos cíclicos y decisiones macroprudenciales

A pesar del comportamiento favorable de algunas variables reales, el crédito sigue reduciéndose por lo que se encuentra lejos de representar una situación de riesgo. Por esta razón, el Banco de España ha decidido mantener en el 0%, desde su entrada en vigor en 2016, el valor del colchón de capital anticíclico (CCA) aplicable a las exposiciones crediticias domésticas<sup>2</sup>. El CCA es el principal instrumento macroprudencial para hacer frente a la acumulación de riesgos cíclicos. La decisión es consistente con el diagnóstico sobre la situación del ciclo crediticio y se apoya en un esquema de «discrecionalidad guiada» para el CCA, en el que el nivel de este instrumento se determina por medio del análisis de distintos indicadores cuantitativos, además de por el juicio experto y el análisis de la información cualitativa.

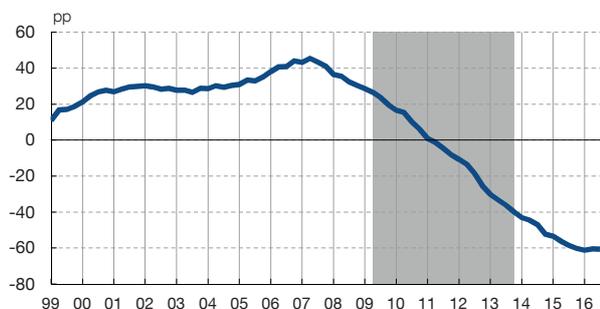
La situación del ciclo crediticio no aconseja un endurecimiento de la política macroprudencial

Entre los indicadores cuantitativos, la brecha de crédito-PIB, definida como el exceso de crédito en términos de producto respecto al nivel de largo plazo o equilibrio, se configura como la principal referencia<sup>3</sup>, por dos motivos. El primero, por tratarse de la métrica propuesta por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) para guiar la fijación del CCA, además de estar incorporada en la legislación europea y española vigente<sup>4</sup>. El segundo,

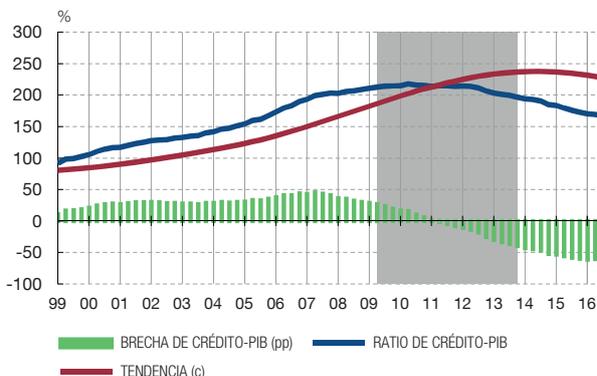
BRECHA DE CRÉDITO-PIB (a)

GRÁFICO 3.2

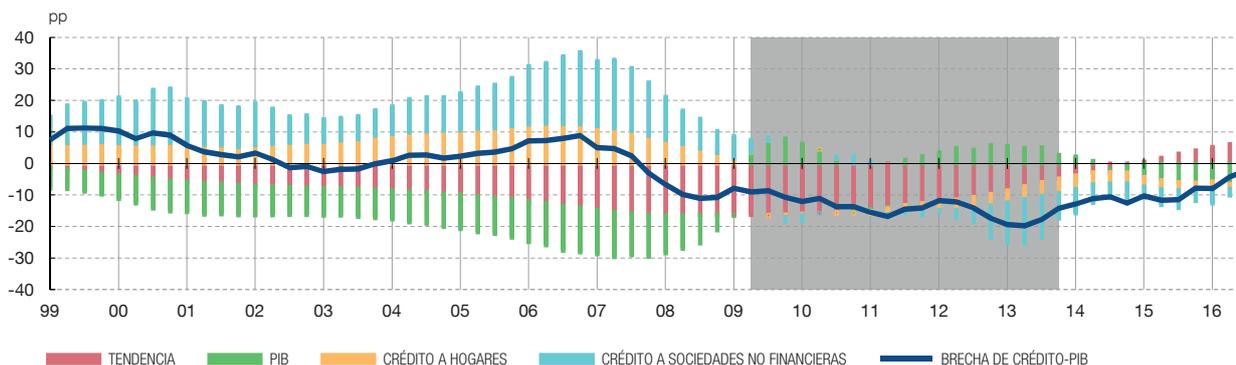
A BRECHA DE CRÉDITO-PIB (NIVEL) (b)



B RATIO DE CRÉDITO-PIB Y SU TENDENCIA DE LARGO PLAZO (NIVELES)



C VARIACIÓN INTERANUAL DE LA BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último período de crisis sistémica bancaria (II TR 2009-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 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.

2 Véase [http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/17/presbe2017\\_19.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/17/presbe2017_19.pdf).  
 3 El Banco de España realiza un seguimiento de otros indicadores para guiar el CCA, como la evolución de los precios de la vivienda, del servicio de la deuda o del saldo de la balanza por cuenta corriente. Todos estos indicadores refuerzan la decisión de mantener el CCA en el 0%.  
 4 Directiva 2013/36/UE (CRD IV), Ley 10/2014, Real Decreto 84/2015 y Circular del Banco de España 2/2016.

porque permite tener en cuenta el comportamiento del crédito ajustado por un componente tendencial, lo que contribuye a identificar periodos de crecimiento reducido o caída del crédito (la brecha se reduce y puede llegar a ser negativa), con otros de incremento moderado o excesivo de la actividad crediticia (la brecha aumenta) en relación con un nivel teórico de equilibrio de largo plazo. La última observación de esta brecha se sitúa en los -60,6 pp, muy por debajo de niveles que aconsejarían la activación del CCA<sup>5</sup>. Los gráficos 3.2.A y 3.2.B recogen el comportamiento del nivel de la brecha, además de la ratio de crédito-PIB y su tendencia, para un horizonte temporal amplio.

Desde el punto de vista macroprudencial, resulta de interés atender no solo al nivel de la brecha, sino también a los cambios en ella y a los determinantes de dichos cambios. Al respecto, desde finales de 2015 se observa una cierta estabilización de la brecha por primera vez desde el inicio de la crisis. Para analizar este desarrollo novedoso y, en general, la dinámica de la brecha a lo largo de distintas fases del ciclo, se desglosa su variación en sus distintos componentes y se estudia su evolución. El ejercicio se representa en el gráfico 3.2.C, en el que se muestra la variación interanual de la brecha crédito-PIB a partir de las contribuciones de la variación del PIB, del crédito (distinguiendo entre crédito a hogares y a sociedades no financieras) y de la tendencia.

En los años inmediatamente anteriores a la crisis financiera, la actividad crediticia se expande con intensidad, por lo que son los componentes del crédito, tanto a hogares como a empresas, los que explican el incremento de la brecha. El PIB y la tendencia, por su parte, contribuyen a reducir la brecha; en el primer caso, por el avance de la actividad económica y, en el caso del componente tendencial, por la propia inercia de esta variable.

En los primeros años de la crisis, por el contrario, los papeles del PIB y del crédito sobre la variación de la brecha se invierten. En concreto, el crédito disminuye, lo que presiona la brecha a la baja. Al mismo tiempo, la caída del PIB neutraliza, en parte, el anterior efecto. La aportación de la tendencia, sin embargo, apenas se ve afectada, ya que todavía recoge la inercia de los años de expansión. Esto último lleva a la brecha a reducirse con intensidad, hasta alcanzar niveles muy negativos, en consonancia con unas condiciones macrofinancieras más restrictivas.

La situación comienza a cambiar según se inicia la recuperación. La tendencia, que incorpora en mayor medida el comportamiento del crédito durante los años de crisis, empieza a caer, y su aportación a la variación de la brecha se vuelve positiva. En cuanto al resto de las variables, el PIB contribuye de nuevo de forma negativa, en consonancia con la vuelta al crecimiento económico. El crédito, finalmente, reduce su aportación negativa a medida que la contracción de la actividad crediticia se modera. La combinación de estos elementos produce ligeros incrementos en el valor de la brecha, si bien el nivel de esta continúa en terreno muy negativo, como se ha señalado.

La corrección de la brecha de crédito-PIB podría ser paulatina si continúa la actual evolución contenida del crédito

Dos conclusiones se extraen de lo anterior. La primera es que la adopción de la brecha de crédito-PIB como indicador de seguimiento de la economía resulta muy informativa para la identificación de riesgos sistémicos, tanto en fases de expansión (brecha crecientemente positiva, posible endurecimiento de la política macroprudencial) como en episodios de crisis (caída de la brecha, posible adopción de medidas de relajación/liberación de los instrumentos macroprudenciales). En particular, los cambios en el nivel de la brecha

<sup>5</sup> El Banco de España, de acuerdo con la orientación del BCBS, considera el nivel de 2 pp como el de referencia para una posible activación del CCA.

aportan información relevante, como lo hace su propio nivel para el análisis macroprudencial. La segunda conclusión es que el punto de inflexión reciente que ha registrado la brecha puede resultar duradero, fundamentalmente por el ajuste del componente tendencial<sup>6</sup>. Con todo, será difícil asistir a una fuerte recuperación de la brecha en caso de continuar la actual evolución contenida del crédito bancario.

### 3.3 Entidades de importancia sistémica

La identificación y designación de entidades bancarias de importancia sistémica se realiza con frecuencia anual de acuerdo con una serie de procedimientos y metodologías coordinadas a nivel global y de la UE, de conformidad con la normativa nacional que otorga esta tarea al Banco de España. En noviembre de 2016 el Banco de España aprobó su última revisión anual, publicando<sup>7</sup> una relación de seis entidades bancarias españolas designadas de importancia sistémica doméstica para el ejercicio 2017. La lista incluye una indicación de los colchones de capital adicionales que deben cumplir estas entidades hasta 2019, fecha en la que concluye el periodo transitorio de implantación de este requerimiento macroprudencial (véase el cuadro 3.1).

Para 2017 se han identificado seis entidades de importancia sistémica nacional, una de ellas es también de importancia sistémica mundial

Una de las entidades bancarias designadas (Santander) seguirá teniendo la doble condición de Entidad de Importancia Sistémica Mundial (EISM) y de Otra Entidad de Importancia Sistémica (OEIS) y deberá hacer frente, este año, a un requerimiento suplementario de capital ordinario de nivel 1 del 0,5 % del total de su exposición al riesgo en base consolidada. Otras cinco entidades (BBVA, Caixabank, Bankia, Sabadell y Popular) tendrán consideración de OEIS y se les exigirán colchones de capital en el rango de 0,125 % y 0,375 % en 2017.

Con respecto al ejercicio de identificación de OEIS del año anterior, debe señalarse que no se han producido cambios significativos en el nivel de importancia sistémica de las entidades designadas. No obstante, los recargos de capital asociados se han visto en parte modificados como resultado de la aplicación por el Banco de España de una nueva calibración de dichos requerimientos de colchones de capital, coherente con los nuevos criterios del BCE para OEIS del área del euro. Esta revisión ha generado un aumento gradual de 0,25 pp en los colchones aplicables a tres de estas entidades (BBVA, Sabadell y Popular) hasta 2019.

#### ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA EN EL EJERCICIO 2017

CUADRO 3.1

Entidad	Designación para 2017	Colchón de capital asociado (a)		
		Exigido en 2017 (%)	Exigible en 2018 (%)	Exigible en 2019 (%)
Santander	EISM y OEIS	0,50	0,75	1,00
BBVA	OEIS	0,375	0,5625	0,75
Caixabank	OEIS	0,125	0,1875	0,25
Bankia	OEIS	0,125	0,1875	0,25
Sabadell	OEIS	0,125	0,1875	0,25
Popular	OEIS	0,125	0,1875	0,25

FUENTE: Banco de España.

a Los colchones de capital finalmente exigibles en 2018 y 2019 están sujetos a confirmación en las dos próximas revisiones anuales.

<sup>6</sup> Si la tendencia se interpreta como un nivel teórico o de equilibrio del crédito en relación con el PIB, el actual ajuste de este componente podría reflejar cambios estructurales en el endeudamiento de la economía española tras la última crisis.

<sup>7</sup> Véase [http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/16/Arc/Fic/presbe2016\\_50.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/NotasInformativasBCE/16/Arc/Fic/presbe2016_50.pdf).

Por último, cabe destacar que en diciembre de 2016 el Banco de España procedió a anunciar la designación de una entidad (Santander) como EISM<sup>8</sup> para el ejercicio 2018. De este modo, y por lo que se refiere a entidades españolas, el Banco de España adopta el último acuerdo tomado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre EISM<sup>9</sup>, en línea con los plazos regulatorios establecidos y con las prácticas habituales de los bancos centrales y autoridades supervisoras de nuestro entorno. Para mayor detalle sobre el proceso de identificación de entidades sistémicas, véase el recuadro 3.1.

8 Véase [http://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/16/Arc/Fic/presbe2016\\_58.pdf](http://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/16/Arc/Fic/presbe2016_58.pdf).

9 Véase el comunicado del FSB, «2016 list of global systemically important banks (G-SIBs)», de 21 de noviembre de 2016. La identificación llevada a cabo por el FSB en 2016 tiene consecuencias en términos de colchones de capital a partir del 1 de enero de 2018. Como ya es habitual, el FSB realiza el anuncio cada año en el mes de noviembre, con una antelación de aproximadamente catorce meses para facilitar su implantación.

## IDENTIFICACIÓN DE ENTIDADES SISTÉMICAS<sup>1</sup>

## RECUADRO 3.1

A instancias del G20, en noviembre de 2011, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) publicó un conjunto de medidas<sup>2</sup> para abordar los riesgos específicos que plantean las entidades financieras de importancia sistémica (SIFIs, por sus siglas en inglés) que —en el contexto de la crisis financiera de 2008— vinieron a ser consideradas como «demasiado grandes para quebrar» (*too big to fail*) por parte de las distintas autoridades encargadas de su vigilancia. Junto con esa publicación, el FSB emitió una primera lista de bancos de importancia sistémica global (G-SIBs), elaborada a partir de un marco metodológico<sup>3</sup> desarrollado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) y que establece unos requerimientos de capital suplementarios para las entidades identificadas como sistémicas. El Banco de España —miembro del BCBS y del FSB— ha venido participando activamente en los ejercicios de identificación de G-SIBs.

El BCBS también publicó en 2012 un marco metodológico análogo que extiende el tratamiento aplicable a G-SIBs a otras entidades bancarias cuya importancia sistémica se limita al ámbito doméstico. Estas entidades son referidas como D-SIBs<sup>4</sup> (por sus siglas en inglés) y su identificación se deja a la entera discreción de cada jurisdicción nacional.

En la Unión Europea, la Directiva 2013/36/UE de requerimientos de capital para entidades de crédito (CRD IV traspuesta al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 10/2014, el Real Decreto 84/2015 y la Circular 2/2016 del Banco de España) refrenda los conceptos de G-SIB como *entidad de importancia sistémica mundial* (G-SII o EISM) y de D-SIB como *otra entidad de importancia sistémica* (O-SII o OEIS) y encomienda a la Autoridad Bancaria Europea el desarrollo de estándares técnicos y directrices de acuerdo con los marcos desarrollados por el Comité de Basilea<sup>5</sup> para la identificación de estas entidades.

Conceptualmente, las entidades de importancia sistémica son aquellas cuya quiebra o mal funcionamiento puede generar una

perturbación que acarree perjuicios graves para el sistema financiero y la economía real, circunstancia que las hace merecedoras de un tratamiento prudencial más estricto que el de otras entidades. Por este motivo, se introducen, con carácter estructural, recargos (colchones) de capital específicos para estas entidades según su consideración como de importancia sistémica a nivel mundial (EISM) y/o a nivel doméstico o nacional (OEIS).

La identificación de EISM se basa en una metodología de indicadores que atiende a las principales características de las entidades en base a cinco categorías: a) tamaño, b) interconexión con el sistema financiero; c) la posibilidad de la sustitución de sus servicios o de la infraestructura financiera que presta; d) complejidad; y e) actividad transfronteriza. Doce indicadores se agregan para obtener una puntuación final o *score* (cada una de las cinco categorías anteriormente mencionadas tiene un mismo peso en el cálculo de esta puntuación). La metodología produce un ranking de entidades. Aquellas cuya puntuación es superior a 130 pb quedan

1 Con anterioridad, en el IEF de noviembre de 2014 (recuadro 2.4), se realizó una primera descripción del proceso de identificación de entidades de importancia sistémica global y de los recargos de capital aplicables.

2 FSB, *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*, 4 de noviembre de 2011.

3 BCBS, *Global systemically important banks: assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*, noviembre de 2011, (posteriormente actualizado en julio de 2013).

4 BCBS, *A framework for dealing with domestic systemically important banks*, octubre de 2012.

5 Para EISM: Reglamento Delegado (UE) 1222/2014, por el que se completa la Directiva 2013/36/UE en lo relativo a las normas técnicas de regulación que determinan el método para la identificación de las EISM y la definición de las subcategorías de EISM. Reglamento de Ejecución (UE) 1030/2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los modelos uniformes y la fecha a efectos de la divulgación de los valores utilizados para identificar las EISM, de conformidad con el Reglamento (UE) 575/2013. Directrices de la ABE sobre la especificación de los indicadores utilizados para identificar las EISM y su divulgación (ABE/GL/2014/02, posteriormente revisadas mediante las directrices ABE/GL/2016/01).

**Cuadro A**  
**DETERMINACIÓN DE LOS COLCHONES DE CAPITAL PARA LAS OTRAS ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (OEIS)**

Tramo	Puntuaciones (pb)	Requerimiento de capital (%)
4	3.650-5.850	1,00
3	2.000-3.650	0,75
2	900-2.000	0,50
1	350-900	0,25

FUENTE: Banco de España.

automáticamente identificadas como EISM mientras que aquellas entidades que queden por debajo —pero relativamente cerca— de este umbral podrán ser identificadas como EISM a discreción de la autoridad responsable (que puede recurrir a la aplicación del denominado juicio experto supervisor). Aquellas entidades por encima del umbral son asignadas, en función de su puntuación, a una de las cuatro subcategorías (*buckets*) establecidas por la metodología —cada una de ellas tiene asociado un recargo de CET1 comprendido entre el 1,0 % y el 2,5 % de su exposición al riesgo—.

La implantación de los recargos de capital de EISM comenzó en 2016, y se extiende de manera gradual (escalonada) por un periodo de tres años, de manera que el porcentaje del colchón asignado es cubierto en un 25 % en 2016, un 50 % en 2017, un 75 % en 2018 y en su totalidad a partir del 1 de enero de 2019. En la actualidad solo una entidad española (Santander) está identificada como EISM y está sujeta a un recargo del 1,00 % en 2019 (0,50 % en 2017).

Igualmente, el Banco de España se encarga de la identificación de las OEIS, empleando para ello las directrices de la ABE sobre la materia<sup>6</sup>. La metodología de identificación de OEIS está basada en criterios cuantitativos genéricos, junto a un cierto grado de discrecionalidad, para su adecuación al perfil del sistema bancario local. A cada OEIS identificada se le exige un colchón de capital, a determinar por el Banco de España, de hasta un máximo del 2,00 % de su exposición al riesgo.

Las directrices de la ABE sobre identificación de OEIS proponen un sistema de puntuación del grado de importancia sistémica de las entidades a través de la agregación de un conjunto de diez indicadores que reflejan el tamaño, la importancia, la complejidad y el grado de interconexión de las entidades. Aquellas entidades con puntuaciones superiores a 350 pb deberían ser automáticamente identificadas como OEIS.

La designación de OEIS se realiza anualmente, desde que en 2015 se realizase por primera vez (para el ejercicio 2016), y el esquema de

implantación de los recargos de capital asociados es gradual entre 2016 y 2019 (análogo al empleado para EISM), de acuerdo con la normativa española. La designación de OEIS de cada ejercicio debe ser anunciada no más tarde del 1 de diciembre del año anterior.

Para 2017, el Banco de España ha revisado la calibración de los colchones para OEIS con el fin de adecuarse a la nueva metodología establecida por el BCE<sup>7</sup> con la que se busca armonizar los colchones de capital mínimos aplicables a OEIS en el ámbito del Mecanismo Único de Supervisión. En concreto, el Banco de España ha establecido cuatro niveles de colchones de capital constantes por intervalos predeterminados de puntuación (tramos). Comenzando por un colchón de capital de 0,25 % en el primer tramo, cada tramo tiene un requerimiento de capital 0,25 pp superior al inmediatamente anterior, siendo el requerimiento de capital máximo del 1,00 %, de acuerdo con el esquema contenido en el cuadro A.

Si bien no se han producido cambios reseñables, respecto al ejercicio previo, en el nivel de importancia sistémica de las seis entidades objeto de designación como OEIS para 2017, la nueva calibración ha dado lugar a un aumento gradual de 0,25 pp de los colchones exigibles a tres entidades: BBVA (de 0,50 % a 0,75 %), Sabadell y Popular (ambos del 0 % al 0,25 %), mientras que no ha deparado cambios para las restantes entidades (Santander, Caixabank y Bankia).

En el caso particular de Santander (en su doble condición de EISM y OEIS) resulta exigible únicamente el mayor de los dos colchones de capital, de acuerdo con la normativa aplicable. Siendo en este caso ambos colchones del mismo nivel, el recargo exigible a esta entidad en 2017 es del 0,50 % (en 2019 el 1,00 %).

<sup>6</sup> Directrices de la ABE sobre los criterios para determinar las condiciones de aplicación del artículo 131, apartado 3, de la Directiva 2013/36/UE en relación con la evaluación de OEIS (ABE/GL/2014/10).

<sup>7</sup> Véase el anexo, *Governing Council Statement on Macroprudential Policies*, nota de prensa del BCE de 15 de diciembre de 2016.

## 4 ANEJOS

BALANCE CONSOLIDADO  
ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 1

Activo	Dic-16	Var. dic-16/dic-15	Peso AT dic-15	Peso AT dic-16
	m€	%	%	%
Caja y bancos centrales	180.914	18,3	4,2	5,0
Entidades de crédito	178.321	-11,5	5,5	4,9
Crédito a las Administraciones Públicas	120.848	5,5	3,1	3,4
Crédito al sector privado	2.056.418	-1,1	56,7	57,1
Valores de renta fija	538.912	-6,5	15,7	15,0
Otros instrumentos de capital	43.679	-10,0	1,3	1,2
Participaciones	36.093	-5,8	1,0	1,0
Derivados	173.464	-1,3	4,8	4,8
Activo material	53.043	1,1	1,4	1,5
Resto del activo	221.075	-1,6	6,1	6,1
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.602.767</b>	<b>-1,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Pro memoria				
Financiación al sector privado	2.153.670	-1,8	59,8	59,8
Financiación a las Administraciones Públicas	518.402	-0,2	14,2	14,4
Activos dudosos totales	146.753	-10,3	4,5	4,1
Ratio de morosidad total	4,8	-49 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	Dic-16	Var. dic-16/dic-15	Peso AT dic-15	Peso AT dic-16
	m€	%	%	%
Depósitos de bancos centrales	193.692	-5,1	5,6	5,4
Depósitos de entidades de crédito	309.632	-12,0	9,6	8,6
Depósitos de las Administraciones Públicas	85.877	-19,0	2,9	2,4
Depósitos del sector privado	1.967.393	0,8	53,2	54,6
Valores negociables y financiación subordinada	431.380	-4,1	12,3	12,0
Derivados	167.368	-2,5	4,7	4,6
Provisiones (incluye pensiones)	36.380	0,5	1,0	1,0
Resto del pasivo	137.324	8,0	3,5	3,8
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.329.046</b>	<b>-2,0</b>	<b>92,7</b>	<b>92,4</b>
Pro memoria				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	139.863	5,0	3,6	3,9
Fondos propios	254.197	2,9	6,7	7,1
Intereses minoritarios	37.384	8,2	0,9	1,0
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-17.860	27,4	-0,4	-0,5
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>273.721</b>	<b>2,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.602.767</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 2016.  
b Diferencia calculada en puntos básicos.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA  
ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 2

	Dic-16		Dic-15	Dic-16
	m€	% Var. dic-16/dic-15	% ATM	% ATM
Productos financieros	112.625	-5,0	3,27	3,12
Costes financieros	44.073	-6,5	1,30	1,22
Margen de intereses	68.552	-4,1	1,97	1,90
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.684	9,2	0,04	0,05
Margen de intermediación	70.236	-3,8	2,01	1,95
Resultados de entidades por el método de la participación	4.071	136,9	0,05	0,11
Comisiones netas	24.353	-0,6	0,68	0,68
Resultado de operaciones financieras	7.630	-29,5	0,30	0,21
Otros resultados de explotación (neto)	-2.012	-8,2	-0,06	-0,06
Margen bruto	104.277	-3,3	2,97	2,89
Gastos de explotación	53.661	-1,1	1,50	1,49
Margen de explotación	50.617	-5,6	1,48	1,40
Pérdidas deterioro (prov. específicas, genéricas)	20.036	-16,3	0,66	0,56
Otras dotaciones a provisiones (neto)	6.580	7,4	0,17	0,18
Otros resultados (neto)	-5.041	303,0	-0,03	-0,14
Resultados antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	18.967	-15,0	0,62	0,53
Resultado neto	14.124	-17,9	0,47	0,39
Pro memoria				
Resultado atribuido a la entidad dominante	10.875	-21,2	0,38	0,30

FUENTE: Banco de España.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

#### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (anual)  
Billettería (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Boletín Económico (ediciones en español e inglés) (mensual)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (anual)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)  
Research Update (semestral)

#### NO PERIÓDICOS

Notas de Estabilidad Financiera

#### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).
- 77 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: The effect of institutions on European housing markets: An economic analysis (2010).
- 78 PABLO MORENO: The Metamorphosis of the IMF (2009-2011) (2013).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 1: Banco de San Carlos (2009).
- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).

---

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

Todas las publicaciones del Banco de España se pueden descargar gratuitamente en formato electrónico en [www.bde.es](http://www.bde.es), a excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Formación y Selección.

- 56 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 2: Banco de San Fernando (1829-1856) (2010).
- 57 FRANCISCO MANUEL PAREJO MORUNO: El negocio del corcho en España durante el siglo XX (2010).
- 58 PILAR NOGUES-MARCO: Tipos de cambio y tipos de interés en Cádiz en el siglo XVIII (1729-1788) (2011).
- 59 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 3: Banco de España (2011).
- 60 ADORACIÓN ÁLVARO MOYA: La inversión directa estadounidense en España. Un estudio desde la perspectiva empresarial (c. 1900-1975) (2012).
- 61 RAFAEL CASTRO BALAGUER: La banca francesa en la España del siglo XX (2012).
- 62 JULIO MARTÍNEZ GALARRAGA: El potencial de mercado provincial en España, 1860-1930. Un estudio de nueva geografía económica e historia económica (2013).
- 63 SERGIO ESPUELAS BARROSO: La evolución del gasto social público en España, 1850-2005 (2013).
- 64 JORDI MALUQUER DE MOTES: La inflación en España. Un índice de precios de consumo, 1830-2012 (2013).
- 65 ELENA CAVALIERI: España y el FMI: La integración de la economía española en el Sistema Monetario Internacional, 1943-1959 (2014).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1501 LAURA HOSPIDO Y EVA MORENO-GALBIS: The Spanish productivity puzzle in the Great Recession.
- 1502 LAURA HOSPIDO, ERNESTO VILLANUEVA Y GEMA ZAMARRO: Finance for all: the impact of financial literacy training in compulsory secondary education in Spain.
- 1503 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y AITOR LACUESTA: Spain: from immigration to emigration?
- 1504 PAULINO FONT, MARIO IZQUIERDO Y SERGIO PUENTE: Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle.
- 1505 JUAN S. MORA-SANGUINETTI Y NUNO GAROUPA: Litigation in Spain 2001-2010: Exploring the market for legal services.
- 1506 ANDRÉS ALMAZÁN, ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y JESÚS SAURINA: Securitization and banks' capital structure.
- 1507 JUAN F. JIMENO, MARTA MARTÍNEZ-MATUTE Y JUAN S. MORA-SANGUINETTI: Employment protection legislation and labor court activity in Spain.
- 1508 JOAN PAREDES, JAVIER J. PÉREZ Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Fiscal targets. A guide to forecasters?
- 1509 MAXIMO CAMACHO Y JAIME MARTINEZ-MARTIN: Monitoring the world business cycle.
- 1510 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA. Volatility-related exchange traded assets: an econometric investigation.
- 1511 PATRICIA GÓMEZ-GONZÁLEZ: Financial innovation in sovereign borrowing and public provision of liquidity.
- 1512 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y MARCOS MARCHETTI: The bank lending channel of unconventional monetary policy: the impact of the VLTROs on credit supply in Spain.
- 1513 JUAN DE LUCIO, RAÚL MÍNGUEZ, ASIER MINONDO Y FRANCISCO REQUENA: Networks and the dynamics of firms' export portfolio.
- 1514 ALFREDO IBÁÑEZ: Default near-the-default-point: the value of and the distance to default.
- 1515 IVÁN KATARYNIUK Y JAVIER VALLÉS: Fiscal consolidation after the Great Recession: the role of composition.
- 1516 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ENRIQUE MORAL-BENITO: On the predictability of narrative fiscal adjustments.
- 1517 GALO NUÑO Y CARLOS THOMAS: Monetary policy and sovereign debt vulnerability.
- 1518 CRISTIANA BELU MANESCU Y GALO NUÑO: Quantitative effects of the shale oil revolution.
- 1519 YAEL V. HOCHBERG, CARLOS J. SERRANO Y ROSEMARIE H. ZIEDONIS: Patent collateral, investor commitment and the market for venture lending.
- 1520 TRINO-MANUEL NÍGUEZ, IVAN PAYA, DAVID PEEL Y JAVIER PEROTE: Higher-order risk preferences, constant relative risk aversion and the optimal portfolio allocation.
- 1521 LILIANA ROJAS-SUÁREZ Y JOSÉ MARÍA SERENA: Changes in funding patterns by Latin American banking systems: how large? how risky?
- 1522 JUAN F. JIMENO: Long-lasting consequences of the European crisis.
- 1523 MAXIMO CAMACHO, DANILO LEIVA-LEON and GABRIEL PEREZ-QUIROS: Country shocks, monetary policy expectations and ECB decisions. A dynamic non-linear approach.
- 1524 JOSÉ MARÍA SERENA GARRALDA Y GARIMA VASISHTHA: What drives bank-intermediated trade finance? Evidence from cross-country analysis.
- 1525 GABRIELE FIORENTINI, ALESSANDRO GALESÌ Y ENRIQUE SENTANA: Fast ML estimation of dynamic bifactor models: an application to European inflation.
- 1526 YUNUS AKSOY Y HENRIQUE S. BASSO: Securitization and asset prices.
- 1527 MARÍA DOLORES GADEA, ANA GÓMEZ-LOSCOS Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: The Great Moderation in historical perspective. Is it that great?
- 1528 YUNUS AKSOY, HENRIQUE S. BASSO, RON P. SMITH Y TOBIAS GRASL: Demographic structure and macroeconomic trends.
- 1529 JOSÉ MARÍA CASADO, CRISTINA FERNÁNDEZ Y JUAN F. JIMENO: Worker flows in the European Union during the Great Recession.
- 1530 CRISTINA FERNÁNDEZ Y PILAR GARCÍA PEREA: The impact of the euro on euro area GDP per capita.
- 1531 IRMA ALONSO ÁLVAREZ: Institutional drivers of capital flows.
- 1532 PAUL EHLING, MICHAEL GALLMEYER, CHRISTIAN HEYERDAHL-LARSEN and PHILIPP ILLEDITSCH: Disagreement about inflation and the yield curve.

- 1533 GALO NUÑO Y BENJAMIN MOLL: Controlling a distribution of heterogeneous agents.
- 1534 TITO BOERI Y JUAN F. JIMENO: The unbearable divergence of unemployment in Europe.
- 1535 OLYMPIA BOVER: Measuring expectations from household surveys: new results on subjective probabilities of future house prices.
- 1536 CRISTINA FERNÁNDEZ, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO Y ALBERTO URTASUN: Heterogeneity of markups at the firm level and changes during the great recession: the case of Spain.
- 1537 MIGUEL SARMIENTO Y JORGE E. GALÁN: The influence of risk-taking on bank efficiency: evidence from Colombia.
- 1538 ISABEL ARGIMÓN, MICHEL DIETSCH Y ÁNGEL ESTRADA: Prudential filters, portfolio composition and capital ratios in European banks.
- 1539 MARIA M. CAMPOS, DOMENICO DEPALO, EVANGELIA PAPAPETROU, JAVIER J. PÉREZ Y ROBERTO RAMOS: Understanding the public sector pay gap.
- 1540 ÓSCAR ARCE, SAMUEL HURTADO Y CARLOS THOMAS: Policy spillovers and synergies in a monetary union.
- 1601 CHRISTIAN CASTRO, ÁNGEL ESTRADA Y JORGE MARTÍNEZ: The countercyclical capital buffer in Spain: an analysis of key guiding indicators.
- 1602 TRINO-MANUEL NÍGUEZ Y JAVIER PEROTE: Multivariate moments expansion density: application of the dynamic equicorrelation model.
- 1603 ALBERTO FUERTES Y JOSÉ MARÍA SERENA: How firms borrow in international bond markets: securities regulation and market segmentation.
- 1604 ENRIQUE ALBEROLA, IVÁN KATARYNIUK, ÁNGEL MELGUIZO Y RENÉ OROZCO: Fiscal policy and the cycle in Latin America: the role of financing conditions and fiscal rules.
- 1605 ANA LAMO, ENRIQUE MORAL-BENITO Y JAVIER J. PÉREZ: Does slack influence public and private labour market interactions?
- 1606 FRUCTUOSO BORRALLO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: The effects of US unconventional monetary policies in Latin America.
- 1607 VINCENZO MERELLA Y DANIEL SANTABÁRBARA: Do the rich (really) consume higher-quality goods? Evidence from international trade data.
- 1608 CARMEN BROTO Y MATÍAS LAMAS: Measuring market liquidity in US fixed income markets: a new synthetic indicator.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1208 JUAN CARLOS BERGANZA: Fiscal rules in Latin America: a survey.
- 1209 ÁNGEL ESTRADA Y EVA VALDEOLIVAS: The fall of the labour income share in advanced economies.
- 1301 ETTORRE DORRUCCI, GABOR PULA Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's economic growth and rebalancing.
- 1302 DANIEL GARROTE, JIMENA LLOPIS Y JAVIER VALLÉS: Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional.
- 1303 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JUAN F. JIMENO: Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case.
- 1304 ELOÍSA ORTEGA Y JUAN PEÑALOSA: Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1401 JOSÉ MARÍA SERENA Y EVA VALDEOLIVAS: Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales.
- 1402 ANTONIO MONTESINOS, JAVIER J. PÉREZ Y ROBERTO RAMOS: El empleo de las Administraciones Públicas en España: caracterización y evolución durante la crisis.
- 1403 SAMUEL HURTADO, PABLO MANZANO, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1404 JUAN CARLOS BERGANZA, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión.
- 1405 FERNANDO LÓPEZ VICENTE Y JOSÉ MARÍA SERENA GARRALDA: Macroeconomic policy in Brazil: inflation targeting, public debt structure and credit policies.
- 1406 PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ: Estructura impositiva y capacidad recaudatoria en España: un análisis comparado con la UE.
- 1407 OLYMPIA BOVER, ENRIQUE CORONADO Y PILAR VELILLA: The Spanish survey of household finances (EFF): description and methods of the 2011 wave.
- 1501 MAR DELGADO TÉLLEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO Y JAVIER J. PÉREZ: Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1502 JOSÉ MANUEL MONTERO Y ANA REGIL: La tasa de actividad en España: resistencia cíclica, determinantes y perspectivas futuras.
- 1503 MARIO IZQUIERDO Y JUAN FRANCISCO JIMENO: Employment, wage and price reactions to the crisis in Spain: Firm-level evidence from the WDN survey.
- 1504 MARÍA DE LOS LLANOS MATEA: La demanda potencial de vivienda principal.
- 1601 JAVIER MENCÍA Y JESÚS SAURINA: Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1602 LUIS MOLINA, ESTHER LÓPEZ Y ENRIQUE ALBEROLA: El posicionamiento exterior de la economía española.
- 1603 PILAR CUADRADO Y ENRIQUE MORAL-BENITO: El crecimiento potencial de la economía española (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1604 HENRIQUE S. BASSO Y JAMES COSTAIN: Macroprudential theory: advances and challenges.

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

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

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999).

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

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

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

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

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

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

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

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005).

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

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

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA. SECRETARÍA GENERAL: Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006).

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006).

JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010).

TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos (2010).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y PABLO MARTÍN ACEÑA (Eds.): Un siglo de historia del Sistema Financiero Español (2011) (\*).

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario)

Boletín Estadístico (mensual<sup>2</sup>)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual)

## Textos de la División de Formación y Selección

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES VARIAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN ESPAÑOL

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

- 1 Las publicaciones de esta sección distribuidas por el Banco de España [todas, excepto las señaladas con (\*) y (\*\*), que son distribuidas, respectivamente, por Alianza Editorial y Macmillan (Londres)] se encuentran descatalogadas.
- 2 Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas.
- 3 Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación.
- 4 Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema

Unidad de Publicaciones  
Alcalá, 522 - 28027 Madrid  
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488  
Correo electrónico: publicaciones@bde.es  
www.bde.es