

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

La situación macrofinanciera de la economía española ha mejorado desde la publicación del último *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)*; sin embargo, las vulnerabilidades y los riesgos permanecen todavía en niveles elevados. El avance en la vacunación de la población y la efectividad de las medidas implementadas por las autoridades para mitigar el impacto de la pandemia han permitido que la actividad haya ido recuperándose progresivamente, en línea con el escenario central de previsiones, aunque los sectores más afectados por la crisis sanitaria se sitúan todavía claramente por debajo del nivel de 2019. Estos factores explican que no se haya producido un aumento de los dudosos en el conjunto de la cartera de crédito bancario, si bien existen deterioros latentes cuya materialización dependerá de la evolución de la economía y del ritmo de retirada de las medidas. En este contexto, la rentabilidad bancaria se ha recuperado hasta los niveles prepandemia, si bien esta era reducida en comparación con otros sectores y geografías. A pesar de todo, hay que seguir manteniendo una estrecha vigilancia del sistema financiero, ya que, como se detalla a continuación, las vulnerabilidades se mantienen elevadas en relación con los niveles previos al inicio de la crisis, y existen riesgos cuya materialización podría dificultar el proceso de normalización económica y financiera (véase esquema 1).

Esquema 1

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA. OTOÑO DE 2021 (a)



FUENTE: Banco de España.

a En este Informe, las vulnerabilidades se definen como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera. Estos a su vez se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

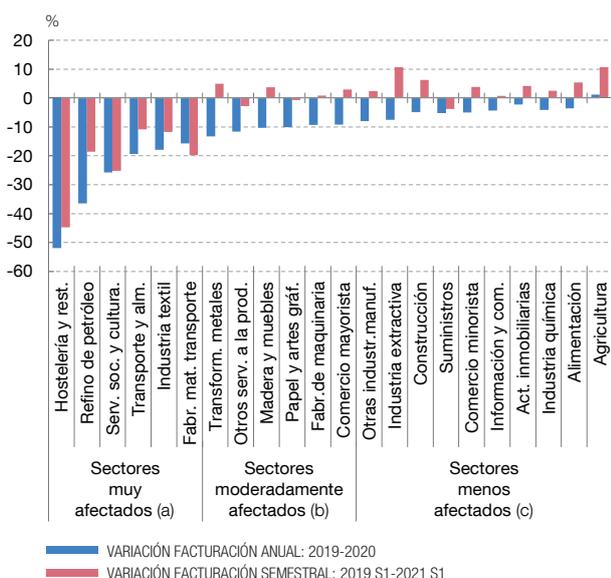
Las principales vulnerabilidades¹ de la economía y del sistema financiero español incluyen:

- **V1. Debilidad de la situación financiera de ciertos segmentos de empresas y hogares.** La mayoría de sectores de actividad empresarial han recuperado al final del primer semestre de 2021 sus niveles de facturación previos a la crisis (véase Gráfico 1). Esto ha permitido la recuperación de la rentabilidad, al tiempo que las favorables condiciones de financiación moderaban los riesgos de liquidez y las ratios medias de endeudamiento y carga financiera disminuían. Sin embargo, la recuperación es todavía incompleta en los sectores más afectados (e. g., hostelería, transporte, fabricación de automóviles), que han acumulado los mayores incrementos de deuda bancaria (véase Gráfico 2), y también del crédito dudoso. Estos sectores concentran asimismo los mayores deterioros latentes de la cartera de préstamos bancarios. Por el momento, parecen haberse evitado escenarios de aumentos significativos de las quiebras empresariales, pero no debe olvidarse que los apoyos de las medidas extraordinarias todavía son muy importantes. Con respecto al sector de hogares, se consolidan las tendencias agregadas de recuperación de renta y empleo, cercano este último a niveles pre-crisis, y de incremento del ahorro. Sin embargo, los hogares más vinculados al empleo en sectores más afectados por la crisis sanitaria y aquellos de menor renta, se han beneficiado en menor medida de la recuperación y son más vulnerables, observándose también un comportamiento diferenciado en términos de sus decisiones de endeudamiento. Una recuperación de la actividad más lenta de lo esperado o el aumento de los costes de financiación podrían dar lugar a incrementos significativos del crédito dudoso en estos segmentos de hogares y empresas más vulnerables.

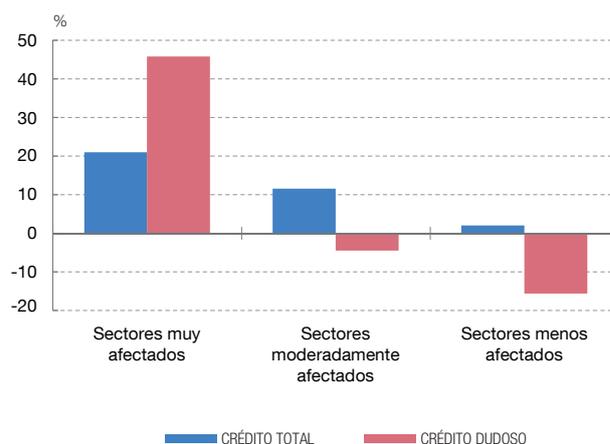
- **V2. Incremento del endeudamiento de las Administraciones Públicas.** Como se ha venido señalando en los IEF publicados desde primavera de 2020, la necesaria y decisiva respuesta de la política económica ha tenido como contrapartida un aumento del endeudamiento público. En el caso de España, la reducción esperada del déficit público en los próximos años es notable como consecuencia de la mejora de la situación cíclica. Sin embargo, una moderación significativa de la deuda pública en el medio plazo requerirá la eliminación del componente estructural del desequilibrio de las cuentas públicas, tal y como establece la normativa europea y, en ausencia de un plan de consolidación adecuado, el nivel de endeudamiento podría mantenerse en niveles elevados durante un periodo amplio (véase Gráfico 3). Durante ese proceso, el elevado nivel de deuda pública alcanzado

¹ En este Informe, las vulnerabilidades se definen como a aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera.

1 FACTURACIÓN EMPRESARIAL POR SECTORES
Tasa de variación con respecto al mismo período de 2019



2 VARIACIÓN ACUMULADA DEL CRÉDITO BANCARIO A LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL NO FINANCIERA ENTRE DICIEMBRE DE 2019 Y JUNIO DE 2021 (d)



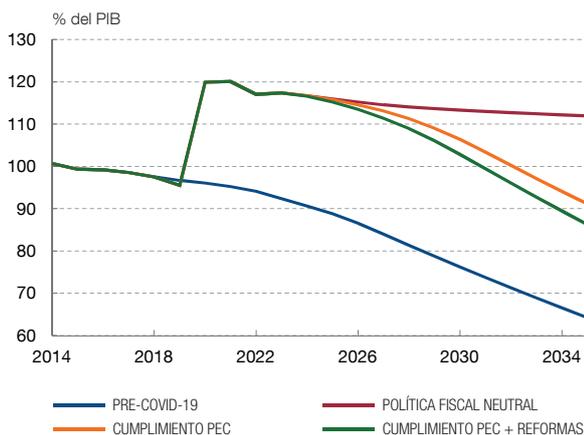
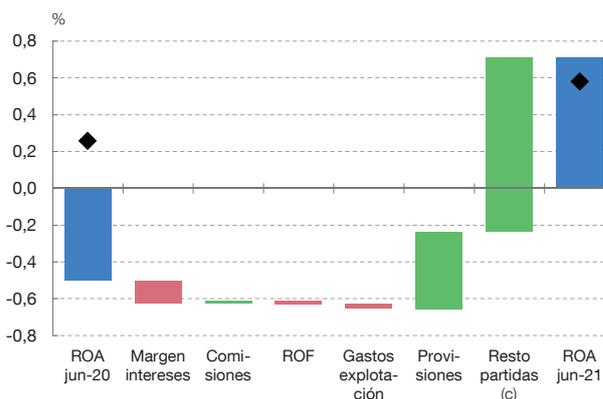
FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria y Banco de España.

- a Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15% en 2020.
- b Los sectores moderadamente afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 8%, pero menos de un 15%, en 2020.
- c Los sectores poco afectados son aquellos cuya facturación ha caído menos de un 8% en 2020.
- d El crédito a los sectores con distinto grado de afectación por la crisis del COVID-19 es medido aproximando los sectores CNAE identificados en el gráfico (1) a los sectores de actividad reportados en el estado FI-130.

hace a la economía española vulnerable ante el posible deterioro de las condiciones de financiación y reduce la capacidad de respuesta ante la materialización de riesgos. Hasta ahora, la política monetaria expansiva ha limitado el coste del incremento de la deuda pública y este efecto se prolongará algún tiempo más, dado que la deuda que está venciendo en la actualidad fue emitida a tipos de interés superiores. En este contexto, el aumento de la inflación observado recientemente tiene su origen en factores transitorios, por lo que sería esperable que la política monetaria mantuviera el tono acomodaticio; de hecho, una normalización de la política monetaria más abrupta de lo esperado aumentaría el potencial impacto de esta vulnerabilidad. La rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo sería probablemente la más afectada por las incertidumbres que podrían surgir en los mercados financieros ante una retirada prematura de los programas de compra de los bancos centrales lanzados para mitigar el impacto de la pandemia. En el caso de España, los plazos de vencimiento relativamente largos de la deuda soberana reducirían el impacto inmediato de estas perturbaciones en la carga de intereses.

- **V3. Debilidad de la rentabilidad de los intermediarios financieros.** La reactivación de la economía y la mejora de las perspectivas se han

3 SENDAS SIMULADAS DE DEUDA PÚBLICA (a)

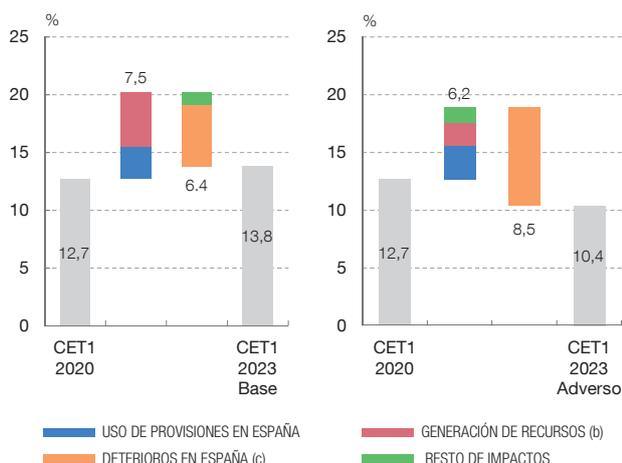
4 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO DEL SECTOR BANCARIO
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (b)

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

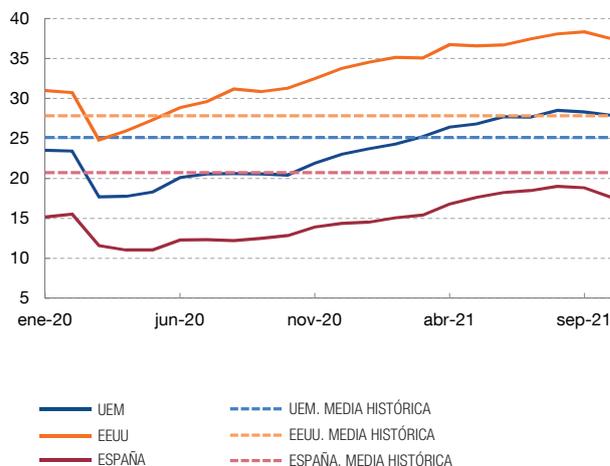
- a El escenario pre-COVID replica las simulaciones de la ratio de deuda pública sobre el PIB realizadas con los datos y previsiones a fecha de Diciembre de 2019. El escenario de política fiscal neutral simula las proyecciones de deuda utilizando las últimas previsiones del Banco de España, véase *Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)*, sin imponer ninguna restricción adicional sobre la variación del saldo estructural. El escenario de cumplimiento del PEC, asume un plan de saneamiento de las cuentas públicas con una reducción del déficit estructural, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario, de 0,5 pp del PIB cada año. El último escenario añade reformas estructurales que se traducirían en un aumento del PIB potencial en 0,6 pp en el largo plazo.
- b El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2021 respecto a junio de 2020. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo los resultados extraordinarios. En particular, en junio de 2020: ajustes del fondo de comercio (-12,2 mm de euros), ajuste por activos fiscales diferidos (-2,5 mm de euros) y venta de negocio de gestión de activos (0,3 mm de euros); y en junio de 2021: resultados extraordinarios positivos como consecuencia de una fusión (2,9 mm de euros), en especial, fondo de comercio negativo, segregación de una entidad aseguradora (0,9 mm de euros) y costes de reestructuración extraordinarios (-1,2 mm de euros).
- c Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios referidos en la nota anterior.

traducido en una reducción de las pérdidas esperadas anticipadas por el sector bancario, con el consiguiente descenso de las dotaciones a provisiones por deterioros financieros. Esta evolución, junto a la ausencia de los resultados extraordinarios negativos que se registraron en 2020, explica el repunte de la rentabilidad de las entidades en la primera mitad de 2021 hasta niveles pre-crisis incluso cuando se excluyen los resultados extraordinarios positivos de este semestre (véase Gráfico 4). La contribución del negocio internacional a los resultados de los bancos españoles se ha normalizado también en el semestre, reflejando como, a diferencia de lo esperado inicialmente, la diversificación geográfica está permitiendo amortiguar el impacto de esta crisis global. De hecho, hasta mediados de 2021, el impacto de la crisis en la rentabilidad del sector bancario puede considerarse contenido. Esto pone de relieve la eficacia de las medidas de la política económica para mitigar el impacto de la crisis, reflejado también en los resultados de las pruebas de resistencia de este año (véase Gráfico 5), que muestran unos consumos de capital en el escenario adverso más contenidos que el año pasado, si bien se observa una cierta heterogeneidad entre entidades bancarias. En cualquier caso, la distribución entre entidades de la ratio de CET1 bajo este escenario no apuntaría a la necesidad de una intervención supervisora extensa.

5 PRUEBAS DE RESISTENCIA FLESB. IMPACTO SOBRE LA RATIO DE CET1 EN ESCENARIO BASE (IZQUIERDA) Y ESCENARIO ADVERSO (DERECHA) (a)



6 PER AJUSTADO AL CICLO (d)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

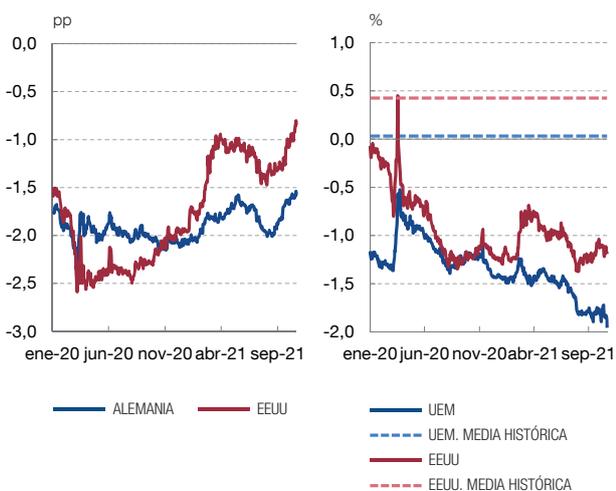
- a El efecto neto de los flujos positivos (negativos) se indica en la etiqueta de datos sobre (debajo) la barra correspondiente. Las ratios de CET1 iniciales y finales se presentan bajo criterio *fully-loaded*. El resto de impactos incluye, entre otros efectos, la variación de los APR entre 2020 y 2023 y el efecto de los avales del ICO. Resultados agregados, incluyendo tanto entidades bajo supervisión directa del MUS como del Banco de España.
- b Esta variable incluye el margen de explotación en España y el resultado neto atribuible al negocio en el extranjero. Se trata así de comparar los posibles recursos generados en el conjunto del grupo bancario frente a las pérdidas por deterioro en España, que son el foco de estos ejercicios.
- c Esta variable muestra la proyección durante los tres años del ejercicio de la pérdida bruta por deterioro de la cartera crédito para las exposiciones en España y otro tipo de pérdidas (asociadas a la cartera de renta fija, a las gestiones de los activos adjudicados y a la cartera de soberano).
- d 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 medias históricas están calculadas para el periodo 1997-2021.

Sin embargo, pueden existir deterioros latentes en las carteras de crédito que podrían materializarse en los próximos trimestres y reducir la generación de resultados del sector, lo que debilitaría en mayor medida la capacidad de intermediación de aquellos bancos con un menor nivel de solvencia. Por otro lado, la crisis del COVID-19 no ha hecho más que confirmar la necesidad de abordar los desafíos estructurales que ya existían en el sector bancario y en otros segmentos del sistema financiero. En particular, la generación de volumen de negocio rentable en un entorno de tipos de interés bajos, la creciente competencia de empresas tecnológicas, el incremento de los ciberriesgos y los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.

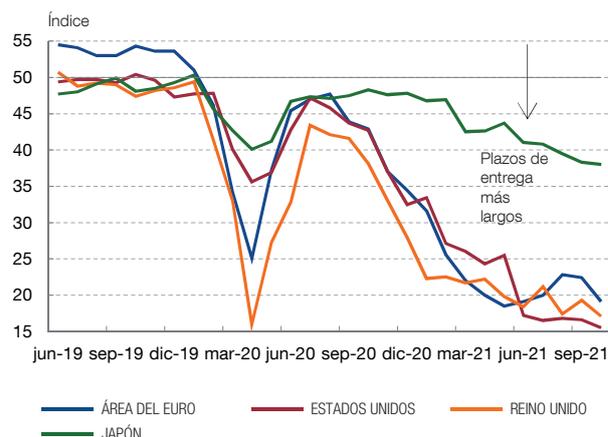
A continuación, se discuten los principales riesgos² para la estabilidad del sistema financiero español:

² En este Informe, los riesgos se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

7 DESVIACIÓN RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LA PRIMA DE RIESGO DE PLAZO EN EL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (IZQ.) (a) Y TIPO DE INTERÉS REAL A 10 AÑOS (DCHA.) (b)



8 PMI MANUFACTURAS: RAPIDEZ DEL PLAZO DE ENTREGA DE PROVEEDORES

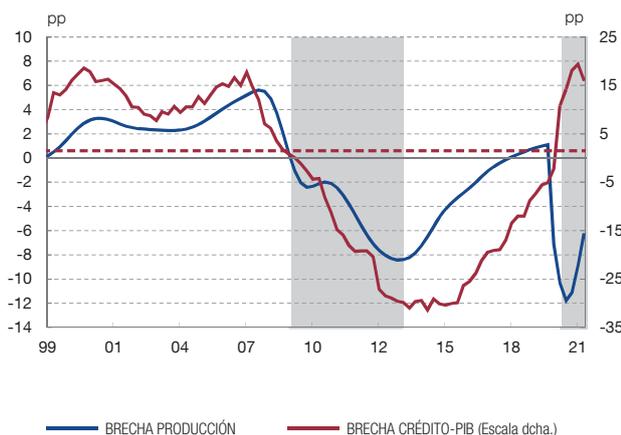


FUENTES: IHS Markit, Refinitiv Datastream y Banco de España.

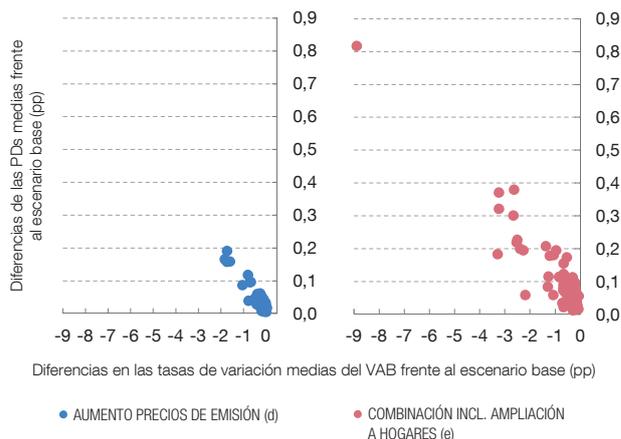
- a Las primas de riesgo por plazo se obtienen de una descomposición de los tipos de interés a 10 años en primas de riesgo por plazo y expectativas de evolución del tipo de interés de corto plazo. Las expectativas se obtienen prediciendo la evolución futura del tipo de interés instantáneo de corto plazo usando un modelo ARFIMA sobre cada uno de los componentes de la curva de tipos de interés (nivel de largo plazo, pendiente, y curvatura) estimado diariamente. Una vez obtenida la expectativa de evolución de los tipos de corto plazo, la prima se obtiene como resto entre los tipos a 10 años y las expectativas de los tipos de corto. Las medias históricas de las primas por plazo se calculan entre 2003 y 2021.
- b La media histórica del tipo de interés real a 10 años en la UEM y EEUU está calculada entre 2004 y 2021. Hasta julio de 2008 en la UEM y junio de 2007 en EEUU se utilizan los datos de los bonos indicados de Francia y EEUU. A partir de esas fechas, los tipos de interés reales se calculan en la UEM como la diferencia entre overnight indexed swap a 10 años y la compensación por inflación al mismo plazo y en EEUU como la diferencia entre el bono público a 10 años y la compensación por inflación al mismo plazo.

- **R1. Posible deterioro de las condiciones de financiación y la corrección de las valoraciones de los activos financieros.** A pesar de algunos episodios temporales de corrección en el primer semestre del año, el precio de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales continúa en niveles elevados (véase Gráfico 6). El bajo nivel de los tipos de interés reales de equilibrio a largo plazo, resultado de factores estructurales como son las tendencias demográficas y de productividad en los países desarrollados y la demanda de activos seguros, que la política monetaria trata de acomodar con importantes programas de compras de bonos por parte de los bancos centrales, constituye un importante factor de apoyo a estas valoraciones (véase Gráfico 7). En este sentido, una retirada prematura de los estímulos monetarios a un ritmo superior al previsto por los mercados financieros, podría desencadenar una caída en el precio de los activos y un endurecimiento de las condiciones financieras, en particular, incrementando las primas de plazo en la deuda pública, que se sitúan en niveles muy reducidos. Esta misma evolución negativa podría resultar ante el empeoramiento de las expectativas de los inversores sobre la evolución económica futura o la solvencia de ciertos segmentos del sector

9 BRECHA CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (a) (b)



10 EFECTO DE LOS COSTES DE TRANSICIÓN EN LAS PROBABILIDADES DE DETERIORO CREDITICIO (PD) (c)



FUENTES: INE y Banco de España.

- a Las áreas sombreadas en gris muestran dos periodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un periodo de crisis sistémica bancaria (la última crisis: 2009-Q1 a 2013-Q4) y la crisis sistémica provocada por el Covid-19 (2020-Q1 a 2021-Q2).
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010. Véase Cuadrado, P. y Moral-Benito, E. (2016). *El crecimiento potencial de la economía española*. Documento Ocasional N.º 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase Galán, J.E. (2019). *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*. Documento Ocasional No.1906, Banco de España. Datos disponibles hasta junio de 2021. La línea horizontal roja punteada representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2pp para la brecha crédito-PIB.
- c Cada punto del gráfico corresponde a un sector de actividad empresarial de acuerdo a clasificación CNAE y representa la diferencia de la PD media ponderada (por número de titulares) de ese sector en un horizonte de tres años entre un escenario base tendencial sin aplicación de medidas y escenarios adversos resultantes de distintas extensiones del sistema de comercio de derechos de emisión de CO2. Véase el Recuadro 3.1 para mayor detalle.
- d Este escenario adverso considera un aumento de los precios de derechos de emisión de CO2 desde 25 hasta 100 euros.
- e Este escenario adverso considera la combinación del escenario descrito en (d) con una extensión del requerimiento de derechos a más sectores productivos y a los hogares.

corporativo. Este proceso podría extenderse a otros activos y geografías a través de las intensas interconexiones que existen entre los mercados y también entre los intermediarios financieros.

- **R2. Los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico siguen estando presentes, aunque el escenario central es más favorable que en trimestres anteriores.** El progreso durante 2021 en el proceso de vacunación contra el coronavirus SARS-CoV-2 ha reforzado la confianza de los agentes económicos. Por otra parte, las medidas de la política económica han continuado mostrándose eficaces para prevenir los escenarios de crecimiento más desfavorables a los que podía haber dado pie la pandemia. A pesar de ello, se mantienen, aunque más contenidos, riesgos a la baja vinculados a una evolución negativa de la situación sanitaria, que podrían obligar a introducir restricciones a algunas actividades. Además, los riesgos sobre la actividad se ven ahora presionados a la baja por el fuerte encarecimiento de la energía y la aparición de cuellos de botella en las cadenas de producción global (véase Gráfico 8). Esto está induciendo aumentos de la inflación que erosionan

la capacidad de compra de los agentes y, por tanto, la incipiente reactivación de la actividad. Además, si estos factores que elevan de forma transitoria la inflación se prolongaran en el tiempo, podrían terminar elevando las expectativas de inflación a medio plazo de los agentes, contribuir a endurecer en el corto plazo las condiciones de financiación y presionar adicionalmente a la baja el potencial de la recuperación económica (véase gráfico 9). El freno de la recuperación tendría un efecto negativo sobre la calidad del crédito de hogares y empresas, especialmente de los sectores más vulnerables, que podrían ver aumentar sus exposiciones dudosas incluso en un entorno de recuperación general, si ésta es asimétrica y no alcanza a los sectores más afectados. En las economías emergentes, la actividad económica afronta mayores riesgos, al experimentar mayores presiones inflacionarias que limitan la capacidad de las políticas económicas para reaccionar a las perturbaciones a la actividad, y estar expuestas a un endurecimiento de las condiciones de financiación ante la normalización de las políticas monetarias en las economías avanzadas.

Por tanto, la correcta modulación de las políticas monetaria y fiscal continúa siendo clave para consolidar la recuperación del crecimiento económico.

Estas políticas deben todavía mantener en el corto plazo un tono expansivo ya que, aunque los riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera surgidos a raíz de la irrupción de la pandemia se han moderado en los últimos meses, continúan en niveles elevados. Es así mismo necesario mantener un enfoque flexible que se adapte a la evolución de la situación económica y del perfil de riesgos, evitando una retirada prematura de los estímulos antes de que la recuperación se consolide.

La evolución de las expectativas de inflación y el ritmo de recuperación de la actividad influirán de forma determinante en el posicionamiento de la política monetaria. De hecho, se anticipa que esta sea menos acomodaticia en los próximos meses, en particular debido a la reducción de los programas de compra de activos en Europa y Estados Unidos. Sin embargo, el escenario central sigue siendo la transitoriedad del aumento del crecimiento de los precios, por lo que no cabe esperar que se acelere el ritmo de endurecimiento monetario.

La política fiscal debe mantener un tono expansivo en el corto plazo, pero es necesario plantear un programa de consolidación fiscal a medio plazo que permita contener y reducir las vulnerabilidades asociadas al alto endeudamiento público. De hecho, las medidas de política fiscal desplegadas en la crisis deben ser cada vez más selectivas y focalizarse en los sectores económicos y segmentos de la población para los que la reactivación está siendo más lenta. Adicionalmente, un programa de reformas estructurales ambicioso que mejore el crecimiento potencial de la economía española también contribuiría a este objetivo y a mitigar el resto de los riesgos planteados. Una eficaz aplicación de los fondos del Next Generation EU (NGEU) contribuiría a conciliar ambos propósitos.

En ausencia de señales de acumulación de desequilibrios financieros sistémicos para España, es igualmente aconsejable el mantenimiento de una política prudencial relajada y no se aconseja la activación de herramientas macroprudenciales. Debe tenerse en cuenta que, pese a las medidas de apoyo adoptadas, aún no se han recuperado los niveles de actividad previos a la pandemia. Indicadores clave de desequilibrios financieros, como la brecha de crédito-PIB, todavía se ven condicionados por el abrupto descenso del producto en nuestro país en 2020 y su nivel elevado no puede ser interpretado como una señal de acumulación de riesgos (véase Gráfico 9). La brecha de producción negativa ha comenzado a moderarse y, en línea con las expectativas de recuperación, se espera que se produzca un cierre significativo de la misma a finales del año próximo. En cualquier caso, la reducción de las brechas de producción y crédito está sujeta a los riesgos a la baja sobre la actividad y se ven condicionadas también por la vulnerabilidad de ciertos segmentos de hogares y empresas, por lo que es necesaria su monitorización continua para detectar de forma temprana señales de riesgo.

En algunos países europeos, ha comenzado ya el endurecimiento de la política macroprudencial, principalmente motivado por las señales de alarma en sus mercados inmobiliarios. En el caso de España, el ciclo inmobiliario no parece tan avanzado. A nivel agregado, la vivienda no muestra signos de sobrevaloración y, aunque el crédito hipotecario nuevo está creciendo con fuerza en 2021, parte de niveles muy reducidos, no se está traduciendo en un incremento material del *stock* y no se observa una relajación en las condiciones de concesión de estos préstamos. Si la tendencia expansiva inmobiliaria se prologara e intensificara, sería sin embargo necesario reevaluar este diagnóstico de riesgos. En este sentido, la reforma de la Circular 2/2016 proporcionará nuevas herramientas macroprudenciales con las que afrontar de forma más eficaz y focalizada la potencial acumulación futura de riesgos.

También hay que seguir teniendo en cuenta otro tipo de riesgos de más largo alcance, como son los relacionados con la digitalización de las finanzas y el cambio climático. La digitalización no solo está generando nuevos productos financieros y alterando la organización de los mercados en los que estos se negocian, sino que también hace al sistema financiero más vulnerable a los riesgos cibernéticos. Por su parte, el cambio climático también puede tener efectos relevantes para la estabilidad financiera, tanto mediante la materialización de los riesgos físicos como de transición. En el caso de estos últimos, los impactos estimados sobre la solvencia de las entidades son aún moderados, pero ponen mayor presión sobre su baja rentabilidad. Por otro lado, la materialización de los riesgos físicos tiene potencialmente unos impactos económicos a largo plazo muy significativos, y superiores a los vinculados a los costes de transición. Este análisis apunta así a la conveniencia de no demorar las actuaciones necesarias para lograr un modelo productivo sostenible medioambientalmente, que no contribuya a la materialización del cambio climático.

