

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Otoño

# 2019

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





## INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA OTOÑO 2019

# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

- 1.1 Entorno macroeconómico 23**
  - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 23
  - 1.1.2 España 27
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario 28**
  - 1.2.1 Mercados financieros 28
  - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 32
- 1.3 Los sectores no financieros 37**
  - 1.3.1 Situación financiera y evolución del crédito 37
  - 1.3.2 Otras interconexiones con el sector financiero 41

# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito 57**
  - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 57
  - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 67
  - 2.1.3 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español 77
  - 2.1.4 Evolución de los riesgos operacionales 84
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas 88**
  - 2.2.1 Sector financiero no bancario 88
  - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 92

# 3

## POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

**3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas** 105

**3.2 Instrumentos y actuaciones de política  
macroprudencial** 108

### Anejos

**1 Balance consolidado** 121

**2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada** 122

---

Publicaciones del Banco de España 123

Símbolos y abreviaturas 124

Códigos ISO de países 124

## ÍNDICE DE CUADROS

- 1 Factores de riesgo 11
- 3.1 Riesgos físicos y de transición 116

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 Evolución de previsiones de *Consensus* para 2019 12
- 2 España. Variación del PIB 12
- 3 Volatilidades 12
- 4 Índices de bolsa 12
- 5 Descomposición de la variación del resultado 15
- 6 Patrimonio de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones 15
- 7 Tasas de variación del crédito y dudosos del crédito al consumo en entidades de depósito y EFCs 17
- 8 Precio de la vivienda 17
- 9 Impacto en ratio CET1 FL bajo el escenario adverso 18
- 10 Sensibilidad a la clasificación contable de la exposición soberana. Escenario adverso 18
  
- 1.1 Comercio y crecimiento global 24
- 1.2 Economías emergentes 26
- 1.3 El crecimiento económico en el área del euro 26
- 1.4 Evolución del PIB en España 28
- 1.5 Indicadores de mercados financieros 29
- 1.6 Otros indicadores de mercados financieros 31
- 1.7 Indicadores de actividad del mercado de la vivienda 33
- 1.8 Condiciones de financiación del sector privado no financiero 35
- 1.9 Condiciones del crédito hipotecario en concesión 36
- 1.10 Financiación a hogares y sociedades no financieras 38
- 1.11 Posición financiera de las empresas 40
- 1.12 Coste de financiación de la deuda pública y posición de inversión internacional 41
- 1.13 Balance financiero de los hogares 42
  
- 2.1 Crédito al sector privado residente 58
- 2.2 Distribución por entidades de la variación del crédito al sector privado residente 58
- 2.3 Participación del sector bancario en la financiación de sociedades no financieras 59
- 2.4 Ratio de dudosos y activos adjudicados 60
- 2.5 Activos dudosos del sector privado residente. Flujos 61
- 2.6 Evolución de los préstamos en el exterior 62
- 2.7 Comparación europea de la ratio de cobertura de liquidez 63

## ÍNDICE DE RECUADROS

- 2.8 Financiación mayorista 64
- 2.9 Financiación minorista 67
- 2.10 Distribución de la rentabilidad 68
- 2.11 Componentes de la rentabilidad 68
- 2.12 Gastos de explotación y ratio de eficiencia 70
- 2.13 Comparación europea de medidas de rentabilidad y eficiencia 71
- 2.14 Capital y activos ponderados por riesgo 72
- 2.15 Variación y composición de la ratio de capital ordinario de nivel 1 73
- 2.16 Comparación europea de medidas de solvencia 74
- 2.17 Comparación europea de la densidad de los APRs en la cartera IRB 75
- 2.18 Impactos en los requerimientos mínimos consecuencia de la aplicación de Basilea 3 76
- 2.19 Escenarios macroeconómicos 78
- 2.20 Impacto en ratio CET1 FL Entidades con actividad internacional significativa 80
- 2.21 Impacto en ratio CET1 FL Resto de entidades MUS 81
- 2.22 Impacto en ratio CET1 FL Entidades menos significativas 82
- 2.23 Análisis de sensibilidad a la clasificación contable de exposiciones soberanas 83
- 2.24 Impacto sobre la ratio LCR 84
- 2.25 Riesgo operacional 85
- 2.26 Establecimientos financieros de crédito 89
- 2.27 Compañías de seguros 90
- 2.28 Fondos de inversión 91
- 2.29 Fondos de pensiones 91
- 2.30 Interconexiones de OIFM con agentes no residentes 93
- 2.31 Interconexiones transfronterizas directas por tenencias de valores negociables 94
- 2.32 Principales emisores de los valores negociables en las tenencias de los sectores financieros residentes 94
- 2.33 Solapamiento de carteras de valores negociables 95
- 2.34 Correlación de carteras de valores negociables 96
  
- 3.1 Mapa de indicadores por subcategorías 106
- 3.2 Riesgo sistémico 107
- 3.3 Brechas de producción y de crédito-PIB 109
- 3.4 Indicadores complementarios para guiar la fijación del CCA 111
  
- 1.1 Exposición macroeconómica y financiera de España frente a Reino Unido ante un potencial Brexit sin acuerdo 43
- 1.2 Las decisiones recientes de política monetaria del BCE y posibles efectos sobre la rentabilidad bancaria 47
- 1.3 Estándares crediticios y riesgo de impago de las hipotecas 50
  
- 2.1 Diferencias en la valoración bursátil y rentabilidad de bancos europeos y estadounidenses 98
  
- 3.1 El sistema financiero ante el cambio climático 115
- 3.2 El proyecto Libra: características y riesgos destacados 118



# PRINCIPALES RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL



**La valoración del balance de riesgos para la estabilidad del sistema financiero español ha experimentado un cierto deterioro en el último semestre debido, en particular, a la revisión a la baja de las perspectivas económicas globales.**

Desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) las proyecciones de crecimiento se han reducido en la mayor parte de las economías. De hecho, se prevé que el avance del PIB global este año sea el más bajo desde la crisis financiera internacional y, además, el balance de riesgos sobre dicho crecimiento se orienta a la baja. Este menor dinamismo económico puede tener implicaciones tanto para las valoraciones de los activos financieros y reales como para las decisiones de los agentes.

En este contexto, los principales factores de riesgo para la estabilidad del sistema financiero español son los siguientes (Cuadro 1):

Cuadro 1

### FACTORES DE RIESGO (a)

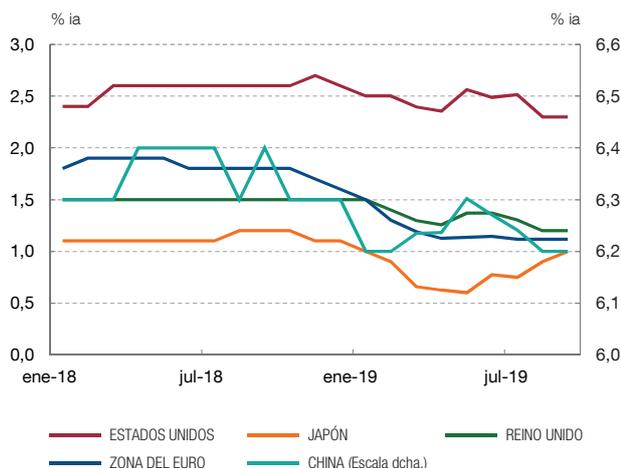
1	<b>Ralentización económica global e incertidumbre geopolítica.</b> La ralentización económica está afectando más intensamente a Europa y a las economías emergentes y, junto con una elevada incertidumbre geopolítica, podría suponer un aumento de las primas de riesgo que reduzca el valor de los activos financieros. Además, también podría lastrar los ingresos de los agentes y elevar sus niveles de endeudamiento proyectados, lo cual podría llevar a una revisión de los planes de consumo e inversión.	
2	<b>Baja rentabilidad de las instituciones financieras.</b> La rentabilidad de las entidades financieras se verá sometida a una presión adicional por la desaceleración económica y, por tanto, por las perspectivas de que los tipos de interés se mantengan en niveles muy bajos, incluso negativos, durante más tiempo de lo esperado.	
3	<b>Riesgo legal.</b> Las entidades de depósito españolas, con distinta intensidad, afrontan un riesgo legal derivado de las potenciales consecuencias de los resultados de demandas judiciales.	

FUENTE: Banco de España.

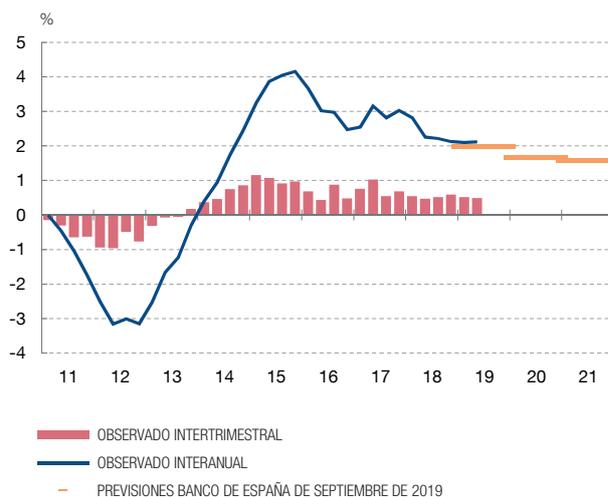
a Los riesgos que aparecen en este cuadro se gradúan utilizando tres colores: el amarillo indica riesgo bajo, el naranja riesgo medio y el rojo riesgo alto. En consecuencia, en la actualidad, los tres riesgos corresponden a un nivel medio. El horizonte temporal para el que se definen los anteriores riesgos queda establecido por la frecuencia del IEF, esto es, tiene vigencia semestral. Dentro de un nivel de riesgo, las flechas indican si el riesgo ha aumentado, se ha mantenido estable, o ha disminuido recientemente. La reclasificación con respecto a un IEF anterior de un factor de riesgo a un nivel distinto (cambio de color) implica la asignación de una flecha de evolución estable.

- 1 Ralentización económica global e incertidumbre geopolítica.** Uno de los factores de riesgo que se identificaba en el anterior IEF, el relativo a la desaceleración de la actividad económica global, ya ha comenzado a materializarse. Buena parte de los indicadores

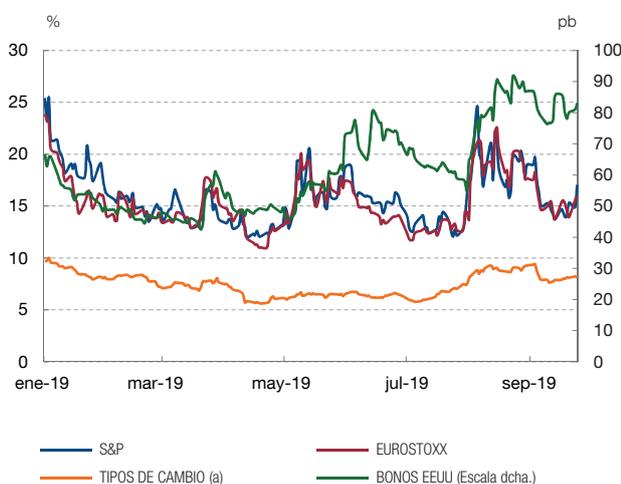
1 EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019



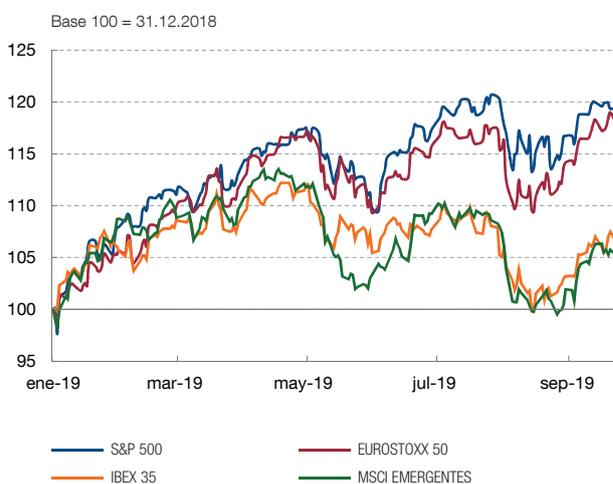
2 ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB



3 VOLATILIDADES



4 ÍNDICES DE BOLSA



FUENTES: Thomson Reuters Datastream, Consensus, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

coyunturales de alta frecuencia están dando síntomas de sustancial debilidad, anticipando la entrada en recesión técnica de algunas grandes economías y generando una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento.

La revisión de las previsiones de actividad económica está siendo generalizada, pero afecta especialmente a Europa, donde Alemania muestra una notable debilidad en su sector exportador, y a las economías emergentes (gráfico 1). España no ha sido ajena a esta tendencia de revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento (gráfico 2).

Asimismo, se mantiene un elevado nivel de incertidumbre geopolítica global que está también comenzando a pesar en las decisiones de los agentes, sobre todo las que requieren un mayor plazo de maduración como es la inversión.

Por su parte, los focos de esa incertidumbre geopolítica permanecen en su mayoría y la desaparición de algunos de ellos ha venido acompañada por su sustitución por otros nuevos. En primer lugar, continúan las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, siendo una motivación importante de éstas el liderazgo en sectores tecnológicos. Además, se están revisando los aranceles máximos que se pueden imponer a ciertos productos, lo cual puede afectar a las relaciones comerciales entre EE.UU. y Europa. En segundo lugar, el riesgo de una salida (Brexit) sin acuerdo del Reino Unido de la UE sigue existiendo a pesar de la prórroga adicional adoptada por el Consejo de Europa. Las tensiones geopolíticas en Oriente Medio también parecen intensificarse. Por el contrario, la formación en septiembre de un nuevo gobierno en Italia debería contribuir a estabilizar su situación fiscal. Finalmente, en España, no se ha podido formar un nuevo gobierno tras las últimas elecciones por lo que se han convocado unas nuevas para el 10 de noviembre, prolongando la incertidumbre sobre la evolución de la política económica a lo que se añade el impacto de los últimos desarrollos en Cataluña.

Hasta ahora, la reacción de los mercados financieros internacionales al aumento de la incertidumbre global ha sido contenida, no habiéndose materializado en aumentos de las primas de riesgo y reducción de las valoraciones de los activos (gráficos 3 y 4). Ello ha sido, en parte, consecuencia de la actuación decidida de muchos bancos centrales, relajando aún más las condiciones monetarias ante la escasa convergencia de la inflación hacia su objetivo y las implicaciones de los desarrollos globales para las perspectivas de crecimiento. En el área del euro la acomodación monetaria ha venido acompañada de medidas adicionales para facilitar la financiación de los bancos (nuevas condiciones más favorables en la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación, TLTRO III) y mitigar su impacto en la rentabilidad (sistema de dos escalones en la remuneración de las reservas que las entidades mantienen en el banco central).

En este sentido, la desaceleración económica y una eventual materialización de los riesgos geopolíticos podrían tener efectos adversos sobre la estabilidad financiera a través de distintos canales. En primer lugar, podría llevar a que los agentes reevaluaran su percepción del riesgo, induciendo un repunte de las primas

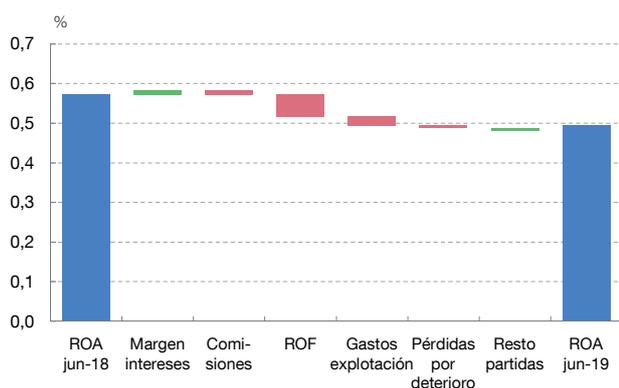
asociadas que podría provocar un ajuste intenso y duradero en los precios de los activos financieros afectados, generando pérdidas en las carteras de todos los agentes, incluidas las entidades de depósito. En segundo lugar, reduciría el flujo de ingresos de hogares y sociedades no financieras, a través de una menor creación de empleo y de una moderación de las ganancias salariales, por lo que respecta a los hogares y, disminuyendo los beneficios de las empresas. Esto implica que los niveles de endeudamiento de ambos grupos de agentes podrían terminar siendo más elevados de lo esperado con un impacto negativo adicional sobre consumo e inversión futuros. A través de este canal, más relevante si la situación adversa persiste en el tiempo, la actividad de los intermediarios financieros también se vería afectada, fundamentalmente, en lo relacionado con la calidad de sus activos y en la demanda de servicios financieros, incluido el crédito. De esta forma, las entidades de depósito encontrarían más dificultades para continuar reforzando sus balances y, potencialmente, podrían empeorar su solvencia.

**2 Baja rentabilidad de las instituciones financieras.** En el primer semestre de 2019 las entidades de depósito españolas vieron reducir sus resultados netos consolidados en torno a un 11 % en comparación con el mismo periodo del año anterior. Un análisis más detallado revela que gran parte del descenso se explica por los menores resultados de operaciones financieras (ROF) y por el incremento de los gastos de explotación extraordinarios, de modo que no se redujo tanto el resultado de explotación recurrente. Además, el margen de intereses aumentó ligeramente (gráfico 5). De hecho, el nivel de rentabilidad observado en junio de 2019 es uno de los más elevados del periodo post-crisis, por encima de la media de los países europeos, si bien sigue sin superar al coste del capital (COE, por sus siglas en inglés).

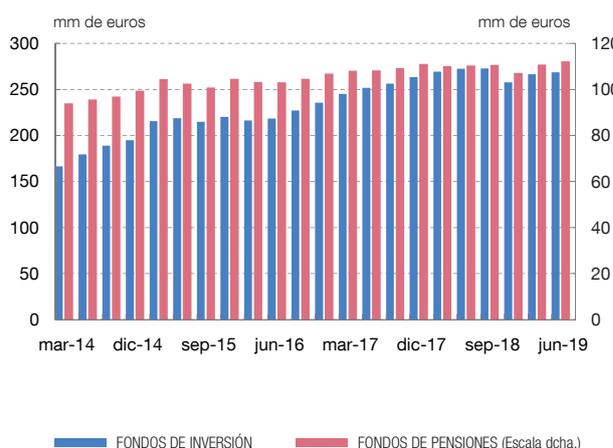
De cara al futuro, la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento y de inflación y, como consecuencia, la intensificación de la expectativa de que los tipos de interés se van a mantener en niveles muy bajos, incluso negativos, durante más tiempo supondrá un reto notable para la recuperación de niveles de rentabilidad acordes con el COE. De hecho, en los últimos meses los mercados han reducido sus expectativas de crecimiento de los beneficios de las entidades bancarias.

Una rentabilidad reducida dificulta la generación orgánica de capital. No obstante, las entidades han elevado ligeramente

5 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO  
Porcentaje sobre ATM del resultado consolidado atribuido a la entidad dominante (a)



6 PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN Y DE LOS FONDOS DE PENSIONES DE PENSIONES



FUENTES: Banco de España, Inverco y CNMV.

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 junio de 2019 respecto a junio de 2018.

sus ratios de capital de máxima calidad en el período más reciente, invirtiendo la tendencia a la baja de los dos últimos años. Además, los test de estrés realizados por el Banco de España sugieren que su capacidad de resistencia ante la materialización de los riesgos identificados ha aumentado y es adecuada a nivel agregado. En todo caso, aun superando en buena medida los requisitos regulatorios, la baja posición relativa de las entidades españolas en el *ranking* europeo y la futura implantación de la última parte de las reformas de Basilea 3, aconsejan seguir perseverando en el reforzamiento de su solvencia.

Por otro lado, como elemento favorable, el menor coste de la financiación que supone el contexto de tipos de interés muy bajos, contribuirá a facilitar la emisión de pasivos elegibles por parte de las entidades de depósito para cumplir con el MREL (requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles), diseñado para evitar el uso de fondos públicos en la resolución de entidades inviables.

Los riesgos sobre la rentabilidad no sólo afectan a la cuenta de resultados de las entidades de depósito, sino también a las de otras instituciones financieras, como los fondos de inversión, de pensiones o las compañías de seguros, que han ganado mayor relevancia en el sector financiero tras la crisis (gráfico 6). Este es particularmente el caso cuando estas instituciones garantizan

una determinada rentabilidad a sus clientes y también si sus necesidades operativas de recursos no están suficientemente cubiertas.

En este contexto, los intermediarios financieros pueden tener incentivos a compensar la baja rentabilidad de su negocio habitual con una mayor asunción de riesgos, por lo que habrá que estrechar la vigilancia para evitar la acumulación de riesgos sistémicos.

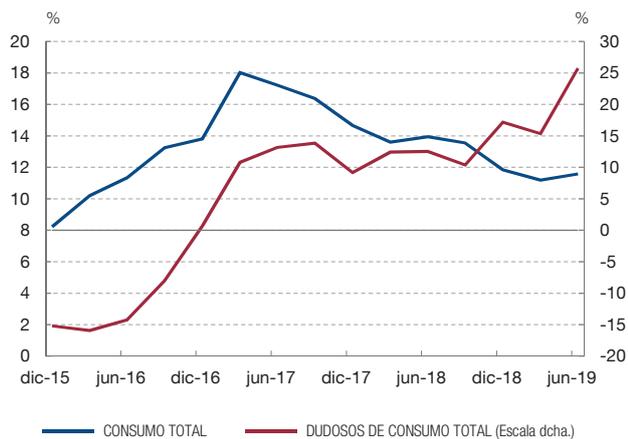
**3 Riesgo legal.** Como se apuntó en el anterior IEF, el coste de los procesos judiciales relacionados con ciertas cláusulas de los contratos hipotecarios para las entidades de depósito españolas ha sido elevado, al tiempo que existen otros procesos relevantes pendientes de resolución. En particular, se prevé que en los próximos meses el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) presente su respuesta a las cuestiones prejudiciales planteadas en relación con la utilización del índice de referencia de los préstamos hipotecarios (IRPH).

En este contexto, las entidades deben seguir esforzándose en proporcionar a sus clientes los productos financieros adecuados a sus necesidades y capacidades, así como suministrar la información relevante sobre sus productos y servicios de manera clara y transparente. Los cambios regulatorios recientes en el mercado hipotecario podrían ayudar a este objetivo. Debe tenerse en cuenta que la reputación de las entidades y la confianza de los clientes es un elemento esencial para desarrollar el negocio bancario.

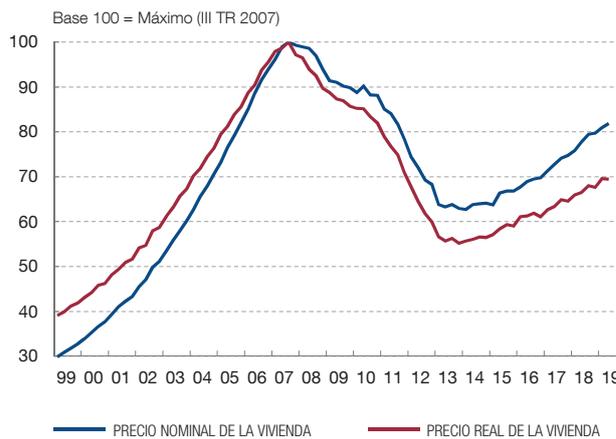
**Este IEF presenta elementos adicionales de análisis relacionados con los riesgos para la estabilidad financiera.** En particular, se analizan potenciales factores de vulnerabilidad, como son el nivel de endeudamiento y la posición financiera del sector privado no financiero y del sector público, así como la evolución del mercado inmobiliario, la ejecución de ejercicios de estrés de solvencia y liquidez para el sector bancario o los indicadores de riesgo sistémico. Por último, se describe la orientación de la política macroprudencial, que es la principal herramienta para mitigar el potencial impacto de los riesgos identificados.

**Las ratios de endeudamiento del sector privado no financiero han seguido reduciéndose, situándose en valores inferiores a los promedios de la UEM.** En efecto, la ratio de deuda del sector privado no financiero con respecto al PIB se situó en el 132 % del PIB, 5 pp menos que un año antes, y 4 pp menos que el promedio del área del euro. Este proceso de desapalancamiento ha sido generalizado entre empresas y hogares, si bien en ambos sectores siguen existiendo

7 TASAS DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO Y DUDOSOS DEL CRÉDITO AL CONSUMO EN ENTIDADES DE DEPÓSITO Y EFCs



8 PRECIO DE LA VIVIENDA



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

colectivos vulnerables con elevados niveles de deuda. En este sentido, el crédito al consumo crecía en junio de 2019 a tasas interanuales alrededor del 12 % y su volumen de crédito dudoso al 26 %, elevando la ratio de dudosos ligeramente hasta el 5,6 % (gráfico 7).

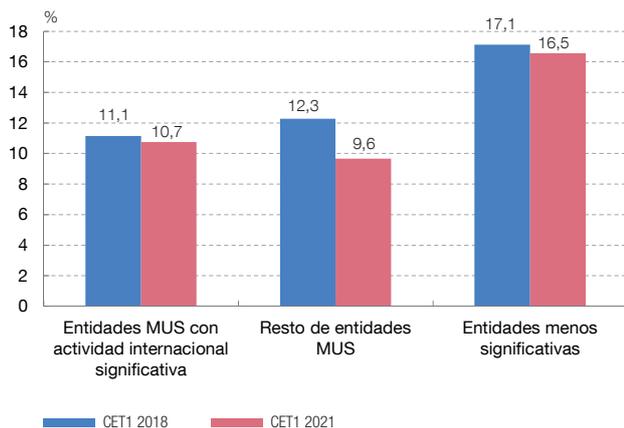
En el sector inmobiliario las condiciones de concesión de los préstamos a hogares siguen siendo, en general, prudentes y los indicadores de actividad parecen estar dando señales de desaceleración. Sin embargo, los precios siguen creciendo (gráfico 8), si bien con una cierta desaceleración, por lo que habrá que seguir vigilando su evolución futura.

Por su parte, el endeudamiento del sector público se mantiene en un nivel elevado y la posición de inversión internacional neta de la economía española sigue siendo significativamente negativa, lo que constituye una fuente de vulnerabilidad frente a eventuales cambios en el sentimiento de los mercados financieros internacionales o a un deterioro de la situación macroeconómica.

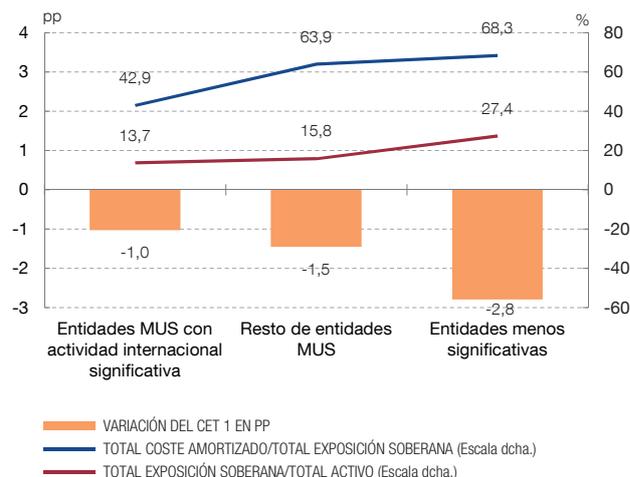
**Los test de estrés realizados por el Banco de España este año sobre el sector bancario muestran una capacidad de resistencia adecuada a nivel agregado.**

El escenario macroeconómico adverso utilizado en esta ocasión para las pruebas de resistencia supone un ligero aumento de la severidad respecto al ejercicio del año previo. A pesar de ello, la reducción de capital de las entidades (gráfico 9) resulta ser algo menor que en 2018. Esto se debe, fundamentalmente, a que los balances de partida de las instituciones se encuentran en mejor situación, con menores ratios de morosidad y un volumen de activos adjudicados más reducido. En el escenario adverso, el ejercicio muestra también una limitada capacidad de generación de resultados de explotación por parte de las entidades y un desapalancamiento

9 IMPACTO EN RATIO CET1 FL BAJO EL ESCENARIO ADVERSO



10 SENSIBILIDAD A LA CLASIFICACIÓN CONTABLE DE LA EXPOSICIÓN SOBERANA. ESCENARIO ADVERSO (a)



FUENTE: Banco de España.

a Para diciembre de 2018, se presenta para cada grupo de entidades el porcentaje de la exposición soberana que se clasifica en carteras bajo criterio de coste amortizado (esto es, que no se clasifica bajo criterio de valor razonable), así como la ratio entre exposición soberana y total activo. Para el horizonte 2019-2021, se presenta para cada grupo de entidades el consumo adicional en pp de ratio de CET1 que resultaría bajo el escenario adverso si la exposición soberana bajo criterio de coste amortizado fuera reclasificada bajo criterio de valor razonable.

significativo. En esta ocasión se ha llevado a cabo un ejercicio de sensibilidad adicional sobre el escenario adverso, sometiendo a las exposiciones soberanas a coste amortizado, es decir, no sujetas a cambios de valoración en función de la evolución del precio de mercado, al mismo estrés que a las exposiciones soberanas a valor razonable (gráfico 10). El consumo de capital en este caso aumenta significativamente, revelando la importancia del riesgo asociado a la caída de las valoraciones de algunos activos.

**El Banco de España ha mantenido inalterada la orientación de su política macroprudencial frente a riesgos sistémicos.** El análisis que se presenta en el IEF avala el mantenimiento del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) en el 0%. Sin embargo, en el escenario central de previsiones diversos indicadores de referencia superarían los umbrales de activación en la primera mitad de 2021. Si se activara este instrumento macroprudencial, las entidades de crédito afectadas contarían con un plazo de doce meses para cumplir con el requerimiento. No obstante, este diagnóstico está condicionado a que no se produzcan desviaciones del escenario central de previsiones. En la actualidad existen numerosos factores de riesgo a la baja (posibilidad de un Brexit sin acuerdo, intensificación de las tensiones comerciales, retraso en la recuperación del crecimiento económico en el área del euro) y su eventual materialización implicaría una revisión de esta valoración.





# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROECONÓMICO



## 1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROECONÓMICO

La economía mundial continuó desacelerándose en 2019 en un entorno de elevada incertidumbre geopolítica (disputas comerciales, posibilidad de Brexit sin acuerdo, tensión en Oriente Medio, etc.) siendo Europa y las economías emergentes las regiones más afectadas. Esto ha llevado a una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, a las que la economía española no ha sido ajena. La desaceleración de la actividad y la ausencia de presiones inflacionistas han llevado a una relajación de la política monetaria en EE.UU. y en el área del euro. Los mercados financieros han mostrado cierto repunte de la volatilidad, pero las valoraciones de los activos se han mantenido en niveles históricamente altos, sobre todo tras la reacción de la política monetaria. El mercado inmobiliario español ha mostrado cierta ralentización de la actividad en 2019 al tiempo que se endurecían ligeramente los estándares de concesión del crédito hipotecario. Se observa también una desaceleración del flujo de financiación al sector no financiero, que continúa mejorando su situación patrimonial, aunque a menor ritmo y observándose ciertos segmentos de hogares y empresas con una posición más frágil.

### 1.1 Entorno macroeconómico

#### 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

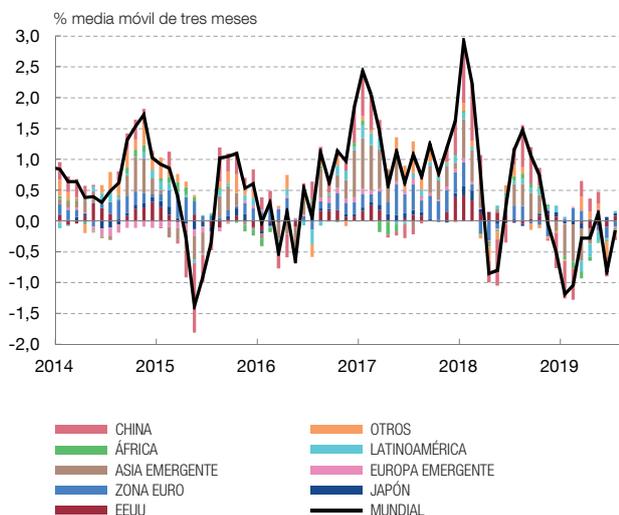
**El comercio mundial ahondó su contracción en un contexto de crecientes tensiones comerciales, que constituyen uno de los principales riesgos para la economía mundial.** El comercio mundial de bienes se contrajo en el segundo trimestre con más intensidad que en el primero, al caer un 0,8 % trimestral, lastrado por el recrudecimiento de las disputas comerciales que mantienen Estados Unidos y China (gráfico 1.1). La imposición de aranceles adicionales a productos europeos por parte de EE.UU. también incrementa las tensiones comerciales. La incertidumbre sobre la evolución del conflicto sigue siendo muy elevada, pero de materializarse las medidas anunciadas, los impactos sobre el crecimiento mundial podrían ser importantes. Otros riesgos geopolíticos han cobrado un mayor protagonismo en los últimos meses, en particular la probabilidad de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo (Recuadro 1.1), así como la intensificación de las tensiones en Oriente Medio, que ocasionaron un repunte notable, aunque temporal, del precio del petróleo en el mes de septiembre.

**En este contexto, la economía mundial prosiguió su senda de desaceleración, en un entorno de elevada incertidumbre.** El crecimiento del PIB mundial siguió moderándose en el segundo trimestre de 2019, hasta una tasa del 2,8 % interanual,

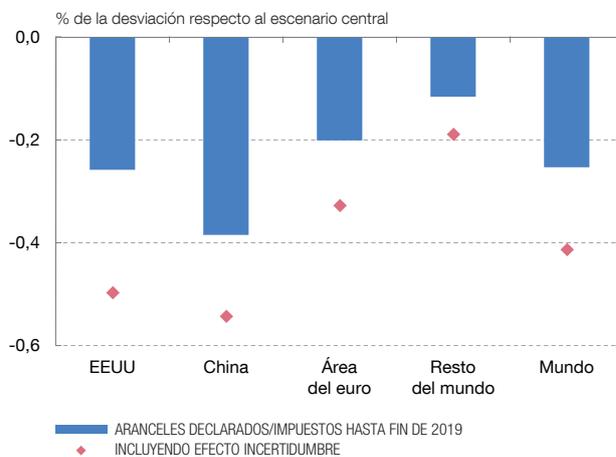
**COMERCIO Y CRECIMIENTO GLOBAL**

La economía mundial ha continuado su desaceleración, y los analistas han revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para 2019 de las principales economías, en un entorno caracterizado por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que han contraído el comercio mundial y pueden tener efectos importantes sobre la actividad global.

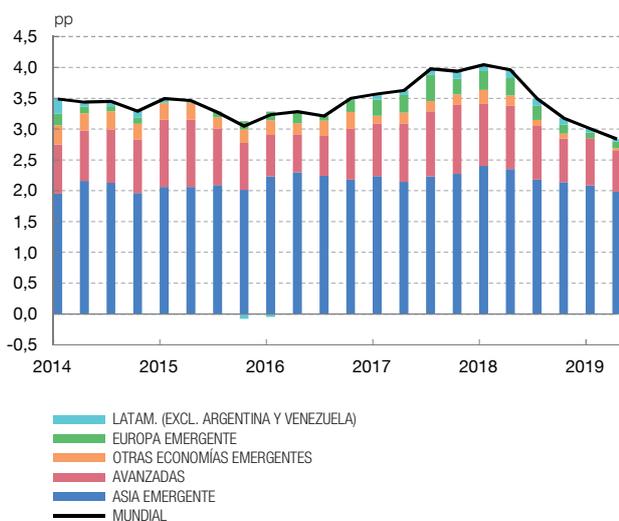
1 CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL



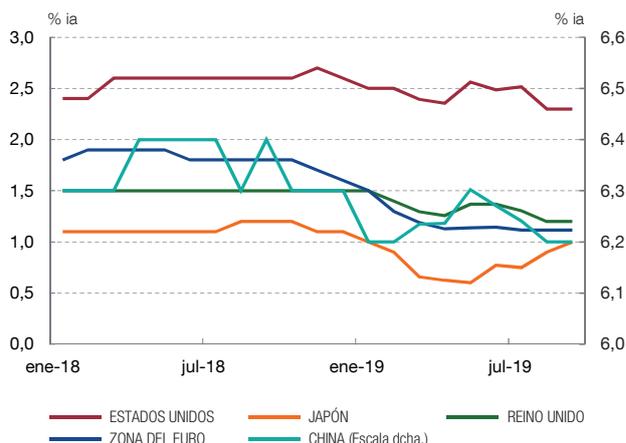
2 SIMULACIONES: EFECTO SOBRE EL PIB EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2021 (a)



3 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



4 EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019



FUENTES: Estadísticas nacionales, Consensus, CPB, Thomson Reuters y Banco de España.

a La simulación considera dos escenarios: el que afecta a las relaciones bilaterales entre EEUU y China y la consiguiente reducción de la demanda mundial; y otro en el que además se produce una caída de la confianza y un aumento de la incertidumbre.

inferior en más de un punto porcentual a los registros de hace un año (gráfico 1.1). El deterioro se manifestó particularmente en las ramas de manufacturas y comercio, mientras que el resto de servicios evolucionaron inicialmente más positivamente. Por tipo de gasto, la inversión se debilitó frente a la mayor resistencia del consumo. La economía de Estados Unidos se mantiene algo más robusta que otras avanzadas,

aunque también se desaceleró. Entre las emergentes, la actividad económica en China se volvió a ralentizar en el segundo trimestre. Todo ello ha dado lugar a revisiones a la baja generalizadas en las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2019.

**En los mercados emergentes con presencia bancaria española significativa persisten riesgos considerables asociados a la incertidumbre global y a distintos eventos idiosincrásicos.** En *México*, las perspectivas económicas se han deteriorado lo que redundará en nuevos desafíos en el ámbito fiscal. Estos se suman a la delicada situación de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX), que, recientemente, ha recibido 5 mm de dólares del gobierno como inyección de capital y ha alargado el vencimiento de su deuda amortizando a corto y emitiendo a largo. Por su parte, en *Brasil*, los actuales riesgos que enfrenta su economía podrían aliviarse un tanto con la reforma del sistema de pensiones (elemento clave para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas) que fue aprobada en el Congreso y se espera que lo haga próximamente el Senado. Finalmente, en *Turquía*, economía que ha atravesado una recesión, la incertidumbre se mantiene también elevada, incluso después de los datos recientes de PIB e inflación que han sido mejores de lo esperado.

**El resto de los mercados emergentes también se han visto afectados.** Aunque con un peso relativo reducido, el caso más destacado es *Argentina*, donde los resultados de las elecciones primarias de agosto tuvieron un fuerte impacto negativo en los mercados financieros e incrementaron las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública (gráfico 1.2). En un contexto de fuerte depreciación del peso, el banco central se vio abocado a endurecer considerablemente el tono de la política monetaria y el gobierno anunció la intención de reprogramar los pagos de la deuda, alargando de forma obligatoria el plazo de vencimiento de las letras del Tesoro en manos de inversores institucionales y, de forma voluntaria, el de la deuda a más largo plazo, tanto en manos de residentes como no residentes. Asimismo, el gobierno solicitó un cambio de la senda del pago de la deuda que tiene contraída con el Fondo Monetario Internacional. Este proceso culminó con la introducción de controles de capitales y límites a la compra de dólares por residentes a principios de septiembre, que se han endurecido tras las elecciones del pasado domingo 27 de octubre. Por el momento, los mercados financieros no han reaccionado significativamente a los resultados de estas elecciones.

**En la UEM, la actividad económica mostró un avance muy moderado en el segundo trimestre y los indicadores disponibles sugieren que este patrón se ha prolongado en el tercero.** El PIB se desaceleró en el segundo trimestre de 2019, debido en buena medida al retroceso de las exportaciones y la atonía de la inversión (gráfico 1.3). El crecimiento fue especialmente modesto en las economías con mayor peso del sector industrial, como Alemania y también Italia. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan a un nuevo deterioro de las actividades industriales y a un comportamiento más moderado de los servicios. En este contexto, el ejercicio de previsión del Eurosistema de septiembre proyecta un crecimiento del PIB del 1,1 % y del 1,2 % para 2019 y 2020, respectivamente, ambas cifras inferiores a lo previsto en junio de 2019.

Gráfico 1.2

### ECONOMÍAS EMERGENTES

Los instrumentos financieros de países emergentes perdieron valor durante el verano como consecuencia de la guerra comercial y de las elecciones en Argentina, pero se han estabilizado recientemente, excepto en la propia Argentina.

1 ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO Y TIPO DE INTERÉS



2 CONDICIONES FINANCIERAS (MERCADOS EMERGENTES)



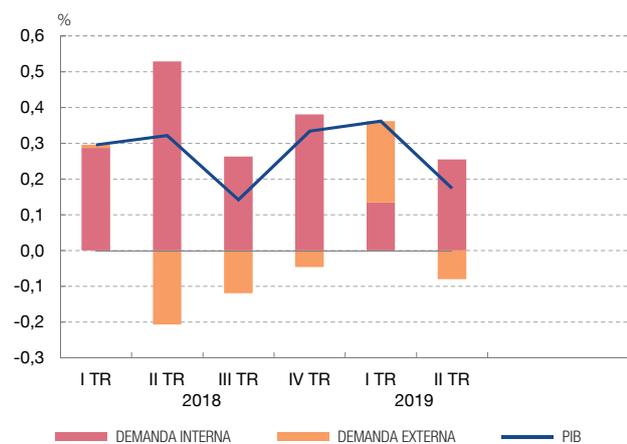
FUENTES: JP Morgan y Thomson Reuters.

Gráfico 1.3

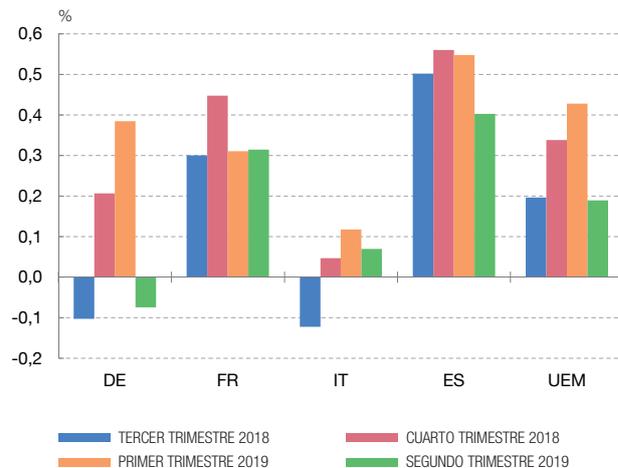
### EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN EL ÁREA DEL EURO

El crecimiento del PIB del área del euro se ralentizó de forma notable en el segundo trimestre, en buena medida debido al retroceso de las exportaciones. El tono de la actividad económica fue especialmente débil en las economías con mayor especialización industrial, en especial, Alemania e Italia.

1 CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB DE LA UEM Y CONTRIBUCIONES (a)



2 PIB POR PAÍSES  
Tasa intertrimestral



FUENTE: Eurostat.

a Excluido Irlanda.

**El deterioro en las perspectivas de crecimiento globales y la ausencia de presiones inflacionistas han llevado a una nueva relajación de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas.** La Reserva Federal estadounidense redujo el tipo de interés oficial en julio, septiembre y octubre, hasta el rango entre el 1,5 % y el 1,75 %, como medida preventiva frente a los riesgos globales. El BCE, por su parte, acordó introducir un paquete de medidas con un claro sesgo acomodaticio en su Consejo de Gobierno de septiembre. Entre otras, se aprobó una rebaja de 10 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito, situándolo en el -0,50 %, se reforzó el *forward guidance* sobre los tipos de interés, y se mejoraron las condiciones de financiación de las operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III). El BCE también acordó reanudar las adquisiciones netas en el marco de su programa de compra de activos, a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre y sin un límite temporal definido (Recuadro 1.2). Además, un buen número de bancos centrales en otras economías avanzadas y emergentes redujeron sus tipos de interés oficiales.

### 1.1.2 España

**De acuerdo con las proyecciones del Banco de España, en el tercer trimestre de 2019 el PIB habría aumentado un 0,4 %, tasa análoga a la del segundo** (gráfico 1.4). Los distintos componentes de la demanda final experimentaron en el primer semestre una moderación de sus tasas de crecimiento. En particular, las diferentes rúbricas de la demanda interna parecen haber acusado en la primera mitad del año la pérdida de fortaleza del entorno global y el repunte de la incertidumbre, si bien los indicadores disponibles para el tercer trimestre sugieren un comportamiento más dinámico del gasto de los hogares y sociedades no financieras en ese período. La ralentización de la actividad se habría visto reflejada en la evolución del empleo, cuya moderación sería algo más intensa que la del producto a tenor de los datos de afiliación a la Seguridad Social y de la última EPA. Estos apuntan a una pérdida de dinamismo de la ocupación en el sector privado que, aunque generalizada por ramas, sería más intensa en la construcción.

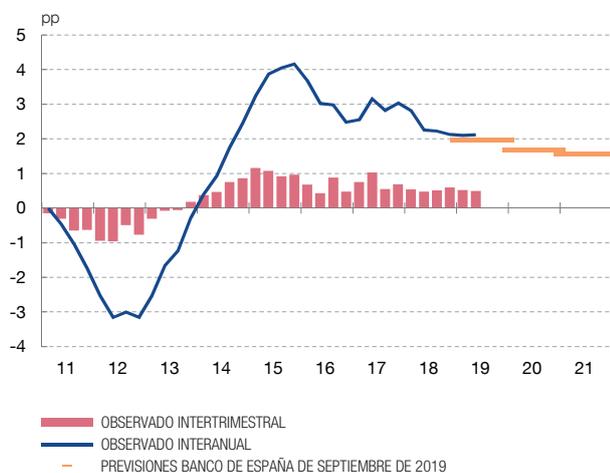
**El escenario central de medio plazo contempla una continuación de la fase expansiva, aunque a ritmos más moderados y con riesgos a la baja.** Las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España, publicadas en septiembre, apuntan hacia una continuación del ciclo alcista a lo largo del período 2019-2021 (gráfico 1.4)<sup>1</sup>. No obstante, en este escenario central, el ritmo de avance del PIB sería algo menor que el de años previos, en consonancia con la persistencia de

<sup>1</sup> Para más detalles, véase el Recuadro 1 «Proyecciones Macroeconómicas en España (2019-2021)», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 3/2019, Banco de España.

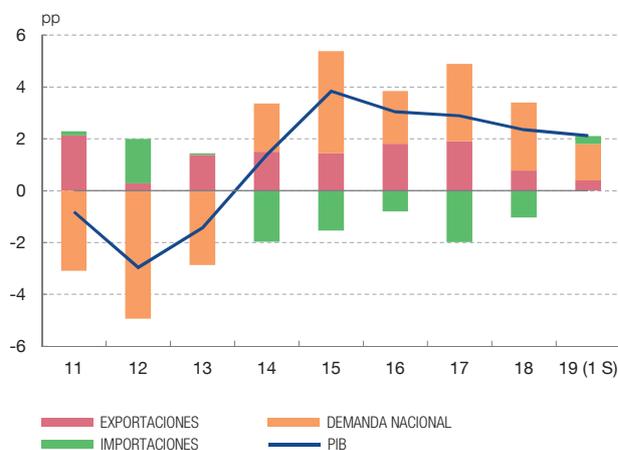
**EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA**

Se proyecta una continuación del ciclo alcista durante el período 2019-2021, aunque con ritmos de crecimiento menores que en años previos y con riesgos a la baja. La evolución reciente del PIB se habría apoyado una vez más en el crecimiento de la demanda interna, si bien esta última estaría viéndose afectada por la acumulación de incertidumbres externas e internas.

1 ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB



2 ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIONES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

incertidumbres vinculadas principalmente al contexto exterior. Además, esta senda central estaría sujeta a riesgos a la baja, asociados a un potencial recrudescimiento de las tensiones comerciales y a la materialización de determinados riesgos geopolíticos (como un Brexit sin acuerdo), lo que daría lugar a que el crecimiento de la economía española fuera inferior al previsto. En el ámbito interno, no se puede descartar, asimismo, que la persistencia de la incertidumbre sobre la marcha futura de las políticas económicas y los acontecimientos recientes en Cataluña puedan afectar a la evolución del producto.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

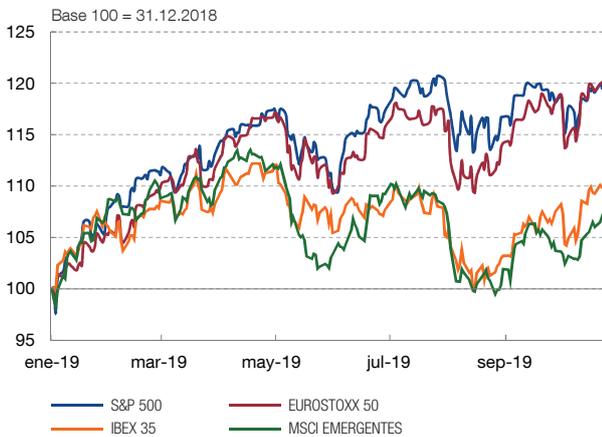
### 1.2.1 Mercados financieros

**Los riesgos geopolíticos, las tensiones comerciales, las perspectivas macroeconómicas globales y las políticas monetarias acomodaticias de los bancos centrales han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales.** En dos episodios concretos, en mayo y en agosto, dominó el sentimiento más negativo de los mercados en relación con el desenlace de las negociaciones comerciales entre China y EE.UU., otros riesgos de naturaleza

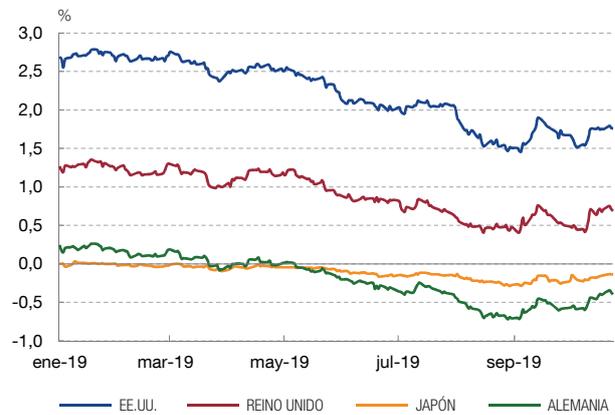
**INDICADORES DE MERCADOS FINANCIEROS**

Después de algunos episodios en los que predominó un sentimiento negativo en los mercados, los precios de los activos de mayor riesgo han experimentado una cierta recuperación desde finales de agosto. También se han recuperado las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo, que marcaron mínimos históricos en la mayoría de los países de la zona euro y en Estados Unidos durante el mes de agosto. En este último país, la pendiente de la curva soberana de rendimientos se invirtió en agosto en el tramo 2 años - 10 años por primera vez desde 2007. Por su parte, salvo por un breve episodio a principios de octubre, la volatilidad en los mercados ha tendido a reducirse desde finales de agosto.

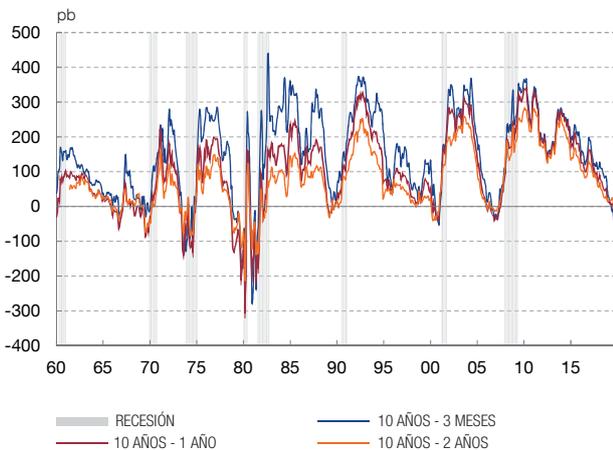
1 ÍNDICES DE BOLSA



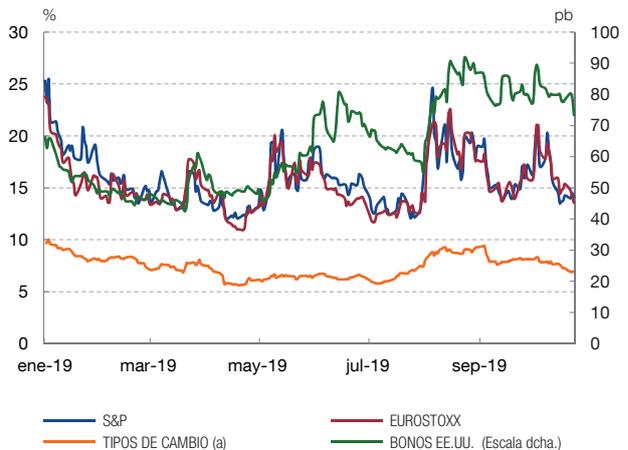
2 TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



3 EE.UU.: DIFERENCIAL BONO A 10 AÑOS



4 VOLATILIDADES



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a Promedio de las volatilidades a 3 meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

geopolítica y, en general, la marcha futura de la actividad económica. Ello se reflejó en retrocesos generalizados en los precios de los activos de mayor riesgo, como las acciones y la deuda corporativa de alto rendimiento, y aumentos en aquellos considerados más seguros, como la deuda soberana (gráfico 1.5). Las rentabilidades a largo plazo de estos valores se vieron adicionalmente presionadas a la baja por las expectativas de políticas monetarias más acomodaticias, alcanzándose mínimos históricos en la mayoría de los países de la zona euro y en Estados Unidos.

La creciente incertidumbre en los mercados también trajo consigo repuntes en la volatilidad de los precios, especialmente acusados en la deuda soberana.

**Desde finales de agosto, se ha observado una mejoría generalizada en el sentimiento de los mercados financieros, en un contexto de aparentes avances en las negociaciones comerciales entre EEUU y China.** Ello se ha traducido en un repunte de las rentabilidades de la deuda soberana y en una recuperación de los precios de los activos de mayor riesgo. De este modo, los principales índices bursátiles de los países desarrollados se encuentran en la fecha de cierre de este IEF por encima de los niveles alcanzados al cierre del anterior IEF y, en el caso de los de EE.UU., muy próximos a sus máximos históricos. Su PER ajustado al ciclo, que es un indicador del grado de alineamiento entre las cotizaciones bursátiles y los fundamentos económicos, evidencia unos precios algo elevados en comparación con los beneficios corporativos, dada la relación histórica entre las dos variables (gráfico 1.6). En cambio, en los mercados de España y de la UEM esta ratio se sitúa por debajo de su nivel medio desde 1997, lo que apunta a la ausencia de indicios de sobrevaloración.

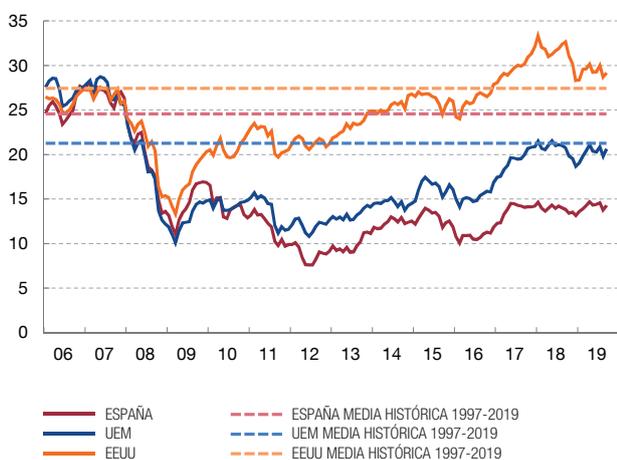
**En los mercados financieros de la UEM destaca la compresión de las primas de riesgo soberanas desde junio de 2019, así como el peor comportamiento relativo de los índices bursátiles bancarios.** En España, el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana a 10 años frente a Alemania ha caído alrededor de 45 pb, mientras que en Italia ha disminuido en torno a 120 pb (gráfico 1.6). Esta evolución se habría visto favorecida tanto por el anuncio de la reanudación de los programas de compras por parte del BCE como por la menor percepción de riesgos. En el caso italiano ha sido clave la constitución de un nuevo gobierno más europeísta; mientras que en España lo ha sido la mejora tanto en la calificación crediticia otorgada por Standard & Poors (revisión de la calificación de «A» a «A+») como en la perspectiva por DBRS (de estable a positiva) a finales de septiembre. Por otro lado, los índices bancarios europeos acumularon nuevos descensos, desde la fecha de cierre del anterior IEF, del 7 % en el del EuroStoxx y del 10 % en el de la Bolsa de Madrid (gráfico 1.6). Estos retrocesos en las cotizaciones de los bancos estarían explicados por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, que incide negativamente sobre los beneficios esperados del sector bancario tanto a través de su efecto sobre el deterioro de la calidad de la cartera crediticia y de la menor demanda de servicios de intermediación financiera, como del posible estrechamiento en el margen de intereses unitario asociado a las expectativas de que los tipos de interés continúen en niveles muy reducidos, o incluso negativos, durante un periodo más prolongado.

**Los índices de las bolsas españolas han registrado un peor comportamiento que los correspondientes indicadores de los principales mercados europeos.** Esta evolución se explica principalmente tanto por el mayor retroceso experimentado por el precio de las acciones del sector bancario en España como por el peso relativo más elevado de este sector en los índices nacionales.

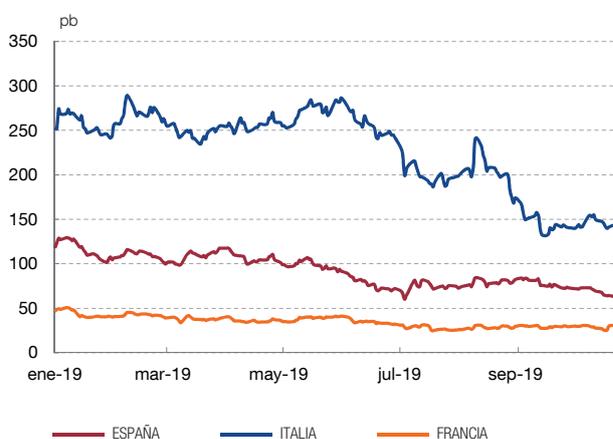
**OTROS INDICADORES DE MERCADOS FINANCIEROS**

La relación entre el precio de las acciones y los beneficios (PER), en términos ajustados al ciclo, se sitúa algo por encima de su media histórica en EEUU, y por debajo de este promedio en la UEM y en España. En los mercados financieros de la zona del euro destaca la compresión en las primas de riesgo soberanas, así como el peor comportamiento relativo de los índices bursátiles bancarios. Los índices de condiciones financieras evidencian que estas siguen siendo relativamente holgadas en las economías avanzadas.

1 PER AJUSTADO AL CICLO (a)



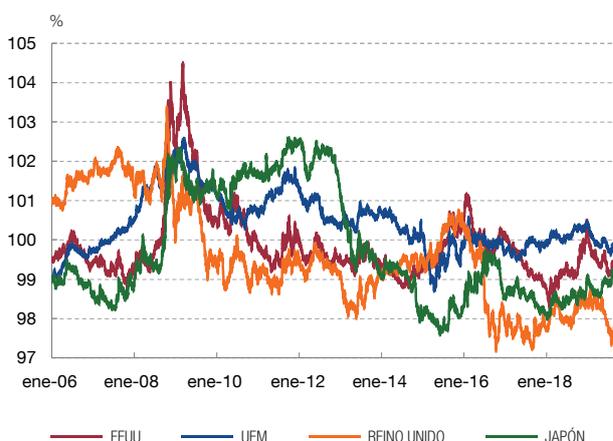
2 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA



3 ÍNDICES BANCARIOS



4 ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



FUENTES: Robert J. Shiller, Thomson Reuters Datastream y Bloomberg Data License.

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

**La materialización de algunos de los riesgos descritos en la sección 1.1, podría desencadenar nuevos periodos de tensión en los mercados financieros internacionales, con consecuencias potencialmente negativas para la estabilidad financiera.** Así, un nuevo episodio de este tipo, que venga acompañado de fuertes repuntes en las primas de riesgo supondría un endurecimiento de las condiciones financieras, que interrumpiría un período prolongado en el que estas se han mantenido holgadas (gráfico 1.6). Estos desarrollos podrían afectar en mayor

medida a los segmentos más vulnerables como el de la deuda con peor calidad crediticia, incluyendo los préstamos apalancados y los CLOs<sup>2</sup>, y a los mercados con valoraciones elevadas, y podrían extenderse a otros activos. Esto amplificaría el efecto directo de la perturbación sobre el crecimiento económico asociado a la menor confianza de los agentes y a otros factores reales, deteriorando no solo la calidad crediticia de las carteras de los bancos sino también reduciendo el valor de otros activos de su balance.

**A medio plazo, la prolongación en el tiempo de unas condiciones financieras holgadas caracterizadas por unos tipos de interés muy reducidos también plantea algunos retos para la estabilidad financiera.** En este contexto, los supervisores macro y microprudenciales deberán seguir de cerca el comportamiento de los intermediarios bancarios y no bancarios y utilizar los instrumentos disponibles para frenar una eventual asunción excesiva de riesgos que pudiera tener implicaciones sistémicas o para acumular colchones con los que hacer frente a perturbaciones adversas futuras.

## 1.2.2 El mercado inmobiliario en España

**La información disponible apunta a una ralentización de la actividad en el mercado inmobiliario en el periodo transcurrido de 2019.** Desde finales de 2018, un número creciente de indicadores del mercado de la vivienda, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta, se han desacelerado, a pesar del mantenimiento de condiciones de financiación holgadas y de la continuación del proceso de creación de empleo, aunque a tasas más reducidas. La incertidumbre procedente del entorno exterior podría haberse comenzado a trasladar, como en el caso de otros componentes de la demanda interna, a la inversión en vivienda. Por lo que respecta a las compraventas, la ralentización ha sido más intensa en las operaciones realizadas sobre viviendas usadas (gráfico 1.7). Esta reciente pérdida de vigor en las operaciones de compraventa sería atribuible en mayor medida a la desaceleración del componente nacional de la demanda de vivienda, puesto que el componente no nacional (tanto residente como no residente) permanece estable en torno al nivel de finales del año pasado, que constituyó un máximo histórico. Por su parte, la actividad de construcción de vivienda nueva, aproximada por el número de visados, redujo notablemente su crecimiento interanual hasta julio. En términos acumulados de doce meses, la cifra de visados de julio suponía algo más del 12 % del registro máximo pre-crisis.

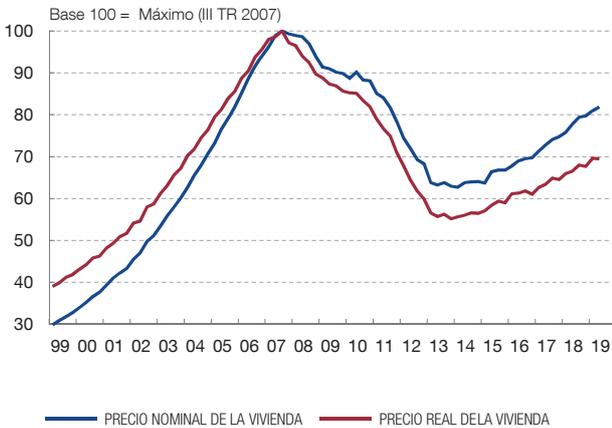
**Los precios de la vivienda usada se han desacelerado recientemente, mientras que los de la vivienda nueva han elevado su ritmo de crecimiento.** En el primer

<sup>2</sup> Los CLOs son titulizaciones de préstamos apalancados. Véase «Financial Stability Report», Federal Reserve Board, May 2019, e IEF del Banco de España, primavera 2019. La presencia de CLOs en el sistema financiero español es muy reducida en comparación con otros países europeos y EEUU.

**INDICADORES DE ACTIVIDAD DEL MERCADO DE LA VIVIENDA (a)**

La actividad en el mercado inmobiliario se ha ralentizado en el transcurso de 2019, condicionada por la desaceleración de la demanda de compradores nacionales pero también por la adaptación de los agentes a los últimos cambios normativos en el mercado hipotecario. La oferta de vivienda también se ha desacelerado y continúa muy alejada de su volumen máximo precrisis. Respecto a los precios, los de vivienda usada se han ralentizado recientemente, mientras que los del segmento de obra nueva se están acercando a su máximo histórico.

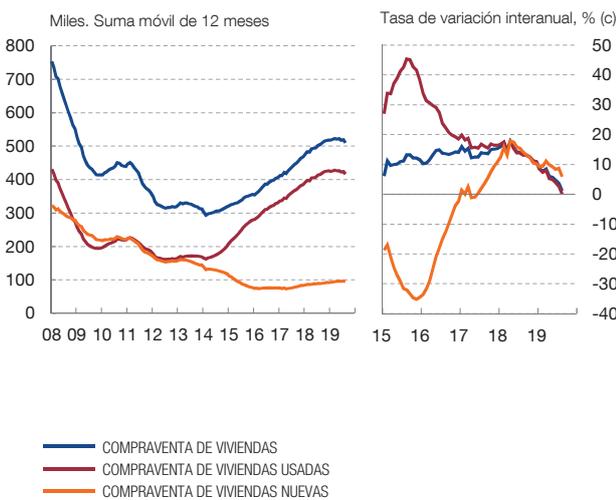
1 PRECIO DE LA VIVIENDA



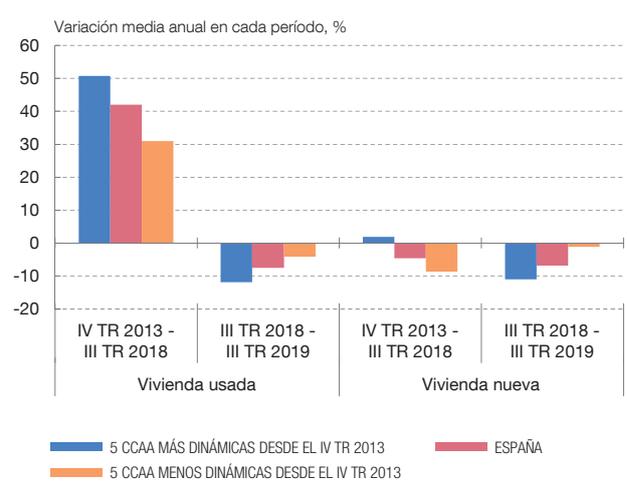
2 INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (b)



3 TRANSACCIONES



4 TRANSACCIONES POR REGIONES



**FUENTES:** Banco de España, BCE, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

- a Última observación: segundo trimestre de 2019 (precios de la vivienda), y agosto (compraventas de viviendas). Los precios reales de la vivienda están deflactados por el índice de precios de consumo.
- b Se presenta el máximo y el mínimo de cuatro indicadores de desequilibrio. Los dos primeros son brechas calculadas como la diferencia entre el valor de la variable de interés en cada periodo y su tendencia de largo plazo para i) los precios de la vivienda en términos reales y ii) la ratio de precios de la vivienda sobre la renta disponible de los hogares. Los dos últimos indicadores están basados en modelos econométricos. El primero de ellos se basa en una estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios del precio de la vivienda, en términos reales, sobre la renta disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. El segundo se basa en un modelo de corrección del error en el que, en el largo plazo, el precio de la vivienda, en términos reales, depende de la renta disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. En todo los casos, las tendencias de largo plazo son obtenidas con un filtro de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro suavizado igual a 400.000.
- c Tasa de variación interanual sobre el flujo acumulado de doce meses.

semestre de 2019, el precio medio de la vivienda registró un crecimiento interanual promedio del 6 %, frente al 6,7 % en el conjunto de 2018. La ralentización se debió al comportamiento de la vivienda de segunda mano, que registró un incremento del 5,6 %, 1,2 pp menos que en 2018. Por el contrario, el precio de la vivienda nueva continuó acelerándose en el primer semestre (8,8 % interanual, por encima del 6,4 % en 2018), con lo que ha seguido aproximándose a su nivel máximo histórico, alcanzado en el tercer trimestre de 2008, del cual le separan 7 pp. Aunque, en términos reales aún se encuentra un 18 % por debajo de su máximo histórico<sup>3</sup>. En términos agregados y reales, los precios de la vivienda permanecen aún en torno al 30 % por debajo de los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2007 (gráfico 1.7). Los indicadores y modelos disponibles, basados en datos agregados y sujetos a un elevado grado de incertidumbre, sugerirían que los precios se encuentran ya alrededor de su nivel de equilibrio (gráfico 1.7).

**La evolución de la actividad y de los precios en el mercado inmobiliario continúa mostrando una elevada heterogeneidad geográfica y por segmentos.** En los últimos doce meses, el incremento de los precios, tanto para vivienda nueva como usada, ha tendido a moderarse en aquellas áreas en las que los precios habían crecido en mayor medida desde su mínimo post-crisis. Por el contrario, el ritmo de aumento de los precios se ha mantenido y, en algunos casos, se ha intensificado en aquellas zonas en las que los precios se habían recuperado más lentamente. En términos del volumen de compraventas, la desaceleración ha sido generalizada por regiones, si bien aquellas que han registrado un mayor dinamismo desde la recuperación han mostrado una debilidad relativa mayor en el último año (gráfico 1.7). Es decir, se está produciendo una cierta convergencia y reequilibrio en las tasas de variación de los precios y en los volúmenes de compraventas.

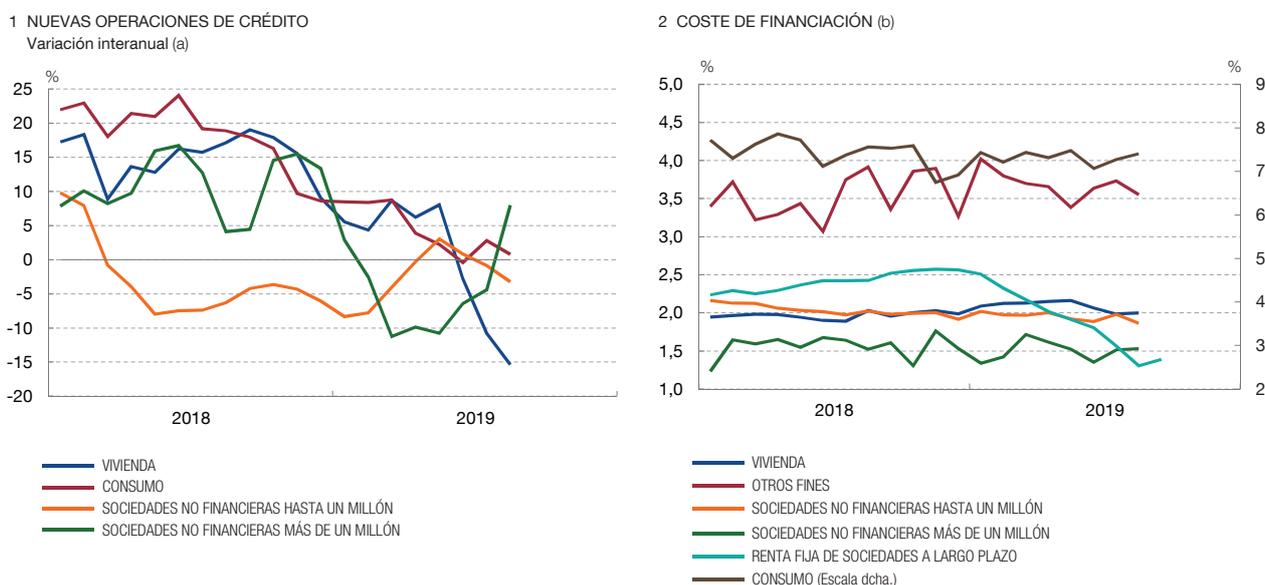
**El porcentaje de hogares en régimen de alquiler continuó creciendo en 2018, si bien sigue mostrando una notable heterogeneidad entre tipos de hogares y zonas geográficas.** En 2018, el peso del alquiler residencial en España prolongó su tendencia creciente iniciada a mediados de los años 2000, especialmente entre aquellos hogares en los que la edad de la persona de referencia se sitúa entre los 30 y los 44 años. El peso del alquiler en 2018 creció de forma generalizada por comunidades autónomas, aunque manteniendo una notable disparidad.

**En línea con la ralentización de la actividad del mercado inmobiliario, se ha observado una pérdida de dinamismo de las nuevas operaciones de crédito a los hogares para la adquisición de vivienda.** Desde junio, el volumen del crédito nuevo destinado a estos fines se está contrayendo, en términos interanuales, algo que no ocurría desde comienzos de 2014 (gráfico 1.8). En este sentido,

<sup>3</sup> Por su parte, en el mismo período, el precio de la vivienda usada se situaba en un nivel un 38 % inferior a su máximo respectivo.

**CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**

El flujo de nuevo crédito al sector privado no financiero se ha desacelerado gradualmente a lo largo de 2019 y, en los últimos meses, ha pasado a contraerse en prácticamente todos los segmentos. El coste para las empresas de financiarse con valores de renta fija ha caído con intensidad, lo que ha sido aprovechado por las empresas para incrementar su recurso a la financiación mediante la emisión de deuda corporativa.



FUENTE: Banco de España.

a Calculada sobre los flujos acumulados de tres meses.

b Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TEDR (tipo efectivo definición restringida).

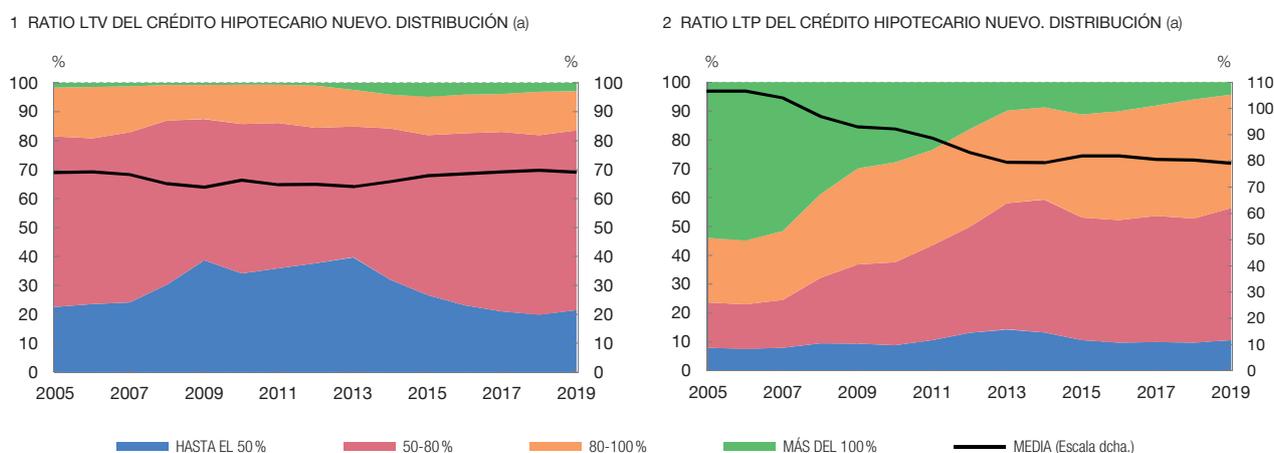
la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) sugiere que durante la primera mitad del año se habría producido un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos, al tiempo que las peticiones habrían seguido mostrando un escaso dinamismo. Esta evolución de las nuevas operaciones ha provocado que el ritmo de contracción del saldo de crédito en este segmento haya dejado de moderarse en los últimos meses (-1,1% en agosto), rompiendo la tendencia registrada durante 2018.

**Los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos para la compra de vivienda cayeron en cerca de 20 pb, en términos acumulados, entre mayo y agosto (gráfico 1.8).** Este descenso estaría principalmente vinculado con la caída que experimentaron los costes de financiación mayoristas desde abril. Así, por ejemplo, el Euribor a doce meses, tipo de interés de referencia habitual en estas operaciones, disminuyó en 17 pb entre abril y julio.

**Las ratios préstamo-valor de tasación y préstamo-precio de adquisición registrado (LTV y LTP, por sus siglas en inglés) también apuntan a un cierto endurecimiento de los criterios de concesión del crédito hipotecario.** En el gráfico 1.9 aparece la distribución de estos dos indicadores para las hipotecas

**CONDICIONES DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN CONCESIÓN**

Se observa un cierto endurecimiento de los estándares del crédito hipotecario, al reducirse el peso de las hipotecas con mayor apalancamiento (LTV y LTP de más del 80 %), y disminuye también el LTV/LTP medio de las nuevas hipotecas.



FUENTE: Colegio de Registradores.

a En las distribuciones, se acumula el principal de los préstamos (por periodo) para definir cada segmento dentro de la distribución. El significado de los acrónimos es el siguiente: LTV es *Loan to Value* y LTP es *Loan to Price* (por sus siglas en inglés). La media del LTV y del LTP está ponderada de acuerdo con el capital de cada hipoteca.

nuevas, obtenida a partir de las bases de datos del Colegio de Registradores. En ambos casos, el importe prestado se relaciona con el valor del colateral de la hipoteca, por lo que un aumento (reducción) de la proporción de préstamos con LTV/LTP elevado indicaría una relajación (endurecimiento) de los estándares crediticios. En este sentido, se observa un menor peso de los préstamos más apalancados (aquellos con LTV o LTP de más del 80 %) en la nueva financiación hipotecaria. Además, el LTV medio de los créditos nuevos se estabilizó en la primera parte de 2019, mientras que el LTP medio volvió a disminuir. Por su parte, el importe medio de las hipotecas se redujo en las zonas con mayor nivel de renta y creció con menor intensidad en el resto de áreas geográficas. Esto sugiere que la relación préstamo-ingresos de las personas o familias con hipotecas, otra de las dimensiones relevantes para valorar las condiciones hipotecarias, también podría haber mejorado.

**Los valores de LTV y de LTP muestran una elevada estabilidad.** Así, a pesar de que el peso de las operaciones con LTV bajo se ha reducido de forma significativa en los últimos años, el LTV medio es sólo algo más alto en la actualidad. En cambio, en el caso del LTP, se observa una disminución en el peso de las operaciones más apalancadas (con un LTP de más del 80 %) con respecto a los años de crisis. Además, el LTP medio es más bajo también. Las implicaciones que estos nuevos estándares crediticios tienen para el riesgo que asumen las entidades en el mercado hipotecario se analizan con detalle en el Recuadro 1.3.

**En las actividades de construcción y promoción inmobiliaria se ha mantenido la reducción del saldo vivo del crédito bancario.** La tasa de descenso interanual fue del 12,5 % en junio de 2019, lo que supone un ritmo de retroceso más moderado que el observado al cierre de 2018 (18,7 %). Esta evolución se explicaría principalmente por el todavía elevado volumen de amortizaciones y la venta de carteras de préstamos dudosos por parte de las entidades de crédito.

## 1.3 Los sectores no financieros

### 1.3.1 Situación financiera y evolución del crédito

**El flujo de crédito nuevo al sector privado no financiero se ha desacelerado gradualmente a lo largo de 2019, pasando a contraerse en prácticamente todos los segmentos en los últimos meses** (gráfico 1.8). Esta evolución obedecería, como apunta la EPB, tanto a factores de oferta, especialmente en el caso de las hipotecas, como de demanda. A pesar de este endurecimiento en los criterios de aprobación, los costes de la financiación bancaria para hogares y empresas permanecieron, en términos generales, en niveles muy reducidos y sin variaciones relevantes. En el caso de las empresas, el coste de las emisiones de valores de renta fija ha caído con intensidad desde comienzos de año, lo que habría incrementado su atractivo frente a los préstamos bancarios.

**El saldo vivo de la financiación captada por los hogares siguió expandiéndose a un ritmo muy contenido (del 0,3 %, en agosto).** El segmento de crédito al consumo es el que muestra mayor dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual del 10,2 % en agosto (gráfico 1.10). De acuerdo con la EPB, las entidades perciben una menor solvencia de los préstamos en este segmento, lo que también sería coherente con el incremento de la morosidad observado recientemente.

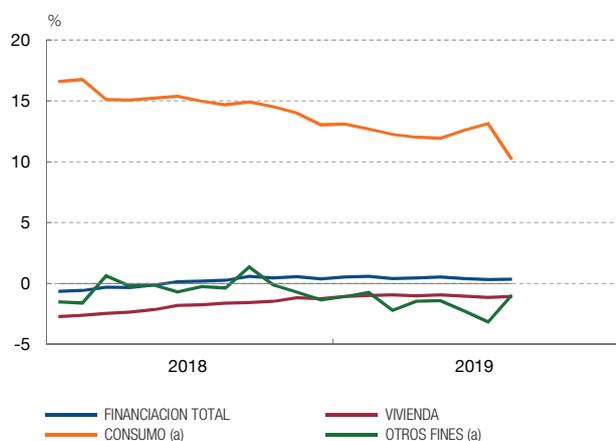
**En este contexto, la posición patrimonial de los hogares ha seguido fortaleciéndose en los últimos meses, aunque a un menor ritmo.** La renta bruta disponible de los hogares se incrementó por encima del 4 % interanual en la primera parte del año favorecida por la subida de los salarios y la disminución del desempleo. Asimismo, la ratio de deuda de los hogares sobre el PIB se redujo en 0,4 pp, hasta situarse en el 58,6 %, apenas 0,6 pp por encima de la media de la UEM. La carga financiera de la deuda también ha vuelto a disminuir durante este período. Por último, la riqueza neta de los hogares continuó expandiéndose debido tanto al aumento del componente financiero como del inmobiliario.

**En el primer semestre de 2019, se intensificó el repunte que la tasa de ahorro de las familias comenzó a mostrar a finales del año anterior.** La moderación

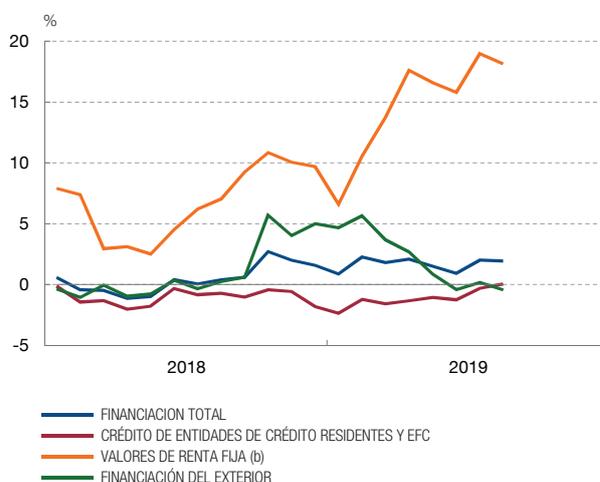
**FINANCIACIÓN A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

En la financiación a hogares, destaca el fuerte dinamismo del crédito al consumo; en las empresas, la financiación obtenida mediante emisión de deuda.

1 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES  
Variación interanual



2 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Variación interanual



FUENTE: Banco de España.

a No incluye la titulización.

b Incluye las emisiones realizadas por filiales residentes.

en el crecimiento del consumo y el repunte de la renta condujeron a que la tasa de ahorro de los hogares, en proporción a su renta bruta disponible, se situase en el 8,7 %, 1,8 pp por encima del nivel registrado a finales de 2018. De este modo, la tasa de ahorro no destinado al servicio de la deuda se situaría ya cerca de cero, después de haber estado en valores negativos durante los últimos años.

**El conjunto de la financiación externa de las sociedades no financieras siguió expandiéndose a tasas interanuales próximas al 2%.** Por componentes, la financiación mediante la emisión de deuda corporativa por parte de las sociedades está creciendo con fuerza (gráfico 1.10), favorecida por las caídas de los tipos de interés de mercado, particularmente en los tramos medios y largos (gráfico 1.8). Esto explicaría, en parte, el retroceso que se ha observado desde comienzos de año en el nuevo crédito bancario concedido a las sociedades no financieras. No obstante, la dinámica de las amortizaciones ha permitido que el saldo de crédito facilitado a las sociedades por parte de las entidades residentes haya incluso mostrado un ligero avance, en términos interanuales, en agosto. Por último, la financiación obtenida por las sociedades en el exterior ha pasado a contraerse levemente en el período más reciente, si bien este comportamiento ha estado muy condicionado por operaciones puntuales.

**La posición patrimonial de las sociedades no financieras ha seguido mejorando, pero se empiezan a observar indicios de cierto deterioro de la**

**rentabilidad.** En los seis primeros meses del año, la ratio de endeudamiento empresarial continuó disminuyendo. Este descenso llevó la ratio hasta el 73,4 % del PIB, 1,1 pp menos que en diciembre del año pasado y 4,3 pp por debajo de la media de la eurozona. Esta evolución, unida al reducido coste de la deuda, ha favorecido una nueva caída en la carga financiera del sector, marcando otro mínimo histórico. Sin embargo, los beneficios ordinarios de las sociedades no financieras de la muestra de la Central de Balances Trimestral del Banco de España apenas se incrementaron un 1,4 % en la primera mitad del año, cifra muy inferior a la del mismo período del ejercicio anterior (8,4 %), al tiempo que la rentabilidad del activo se redujo en 0,2 pp situándose en el 4 %.

**La carga financiera de la deuda va disminuyendo según aumenta la rentabilidad de la empresa.**

De hecho, alcanza niveles cercanos al 20 % para las empresas de los tres deciles más bajos (véase gráfico 1.11). Por tamaño de la empresa, se obtiene una relación de U invertida, siendo las empresas de tamaño medio las que tienen que realizar mayores esfuerzos para cumplir con sus obligaciones financieras. El gráfico 1.11 también pone de manifiesto que la carga financiera de la deuda aumentó significativamente para todas las empresas durante la última crisis, a pesar de que el proceso de desapalancamiento ya había comenzado algunos años antes. Este comportamiento se explica, sobre todo, por la disminución del resultado bruto durante la crisis y por el aumento de los tipos de interés. Este último elemento subraya la sensibilidad que puede tener la situación financiera de las empresas a un deterioro de sus beneficios y a un repunte de los tipos.

**En los últimos meses, los costes de financiación del sector público se han reducido significativamente** (gráfico 1.12).

Así, la rentabilidad de la deuda soberana española marcó mínimos históricos en agosto, situándose en el 0,04 % en el plazo de 10 años. En este contexto, el Tesoro Público mantuvo una estrategia en la que predomina la emisión de valores con plazos de vencimiento dilatados, lo que permitió un nuevo alargamiento de la vida media del conjunto de deuda en circulación, que se situaba en 7,5 años en septiembre. Además, la emisión neta del Tesoro para 2019 se ha reducido, registrando su menor nivel desde 2007.

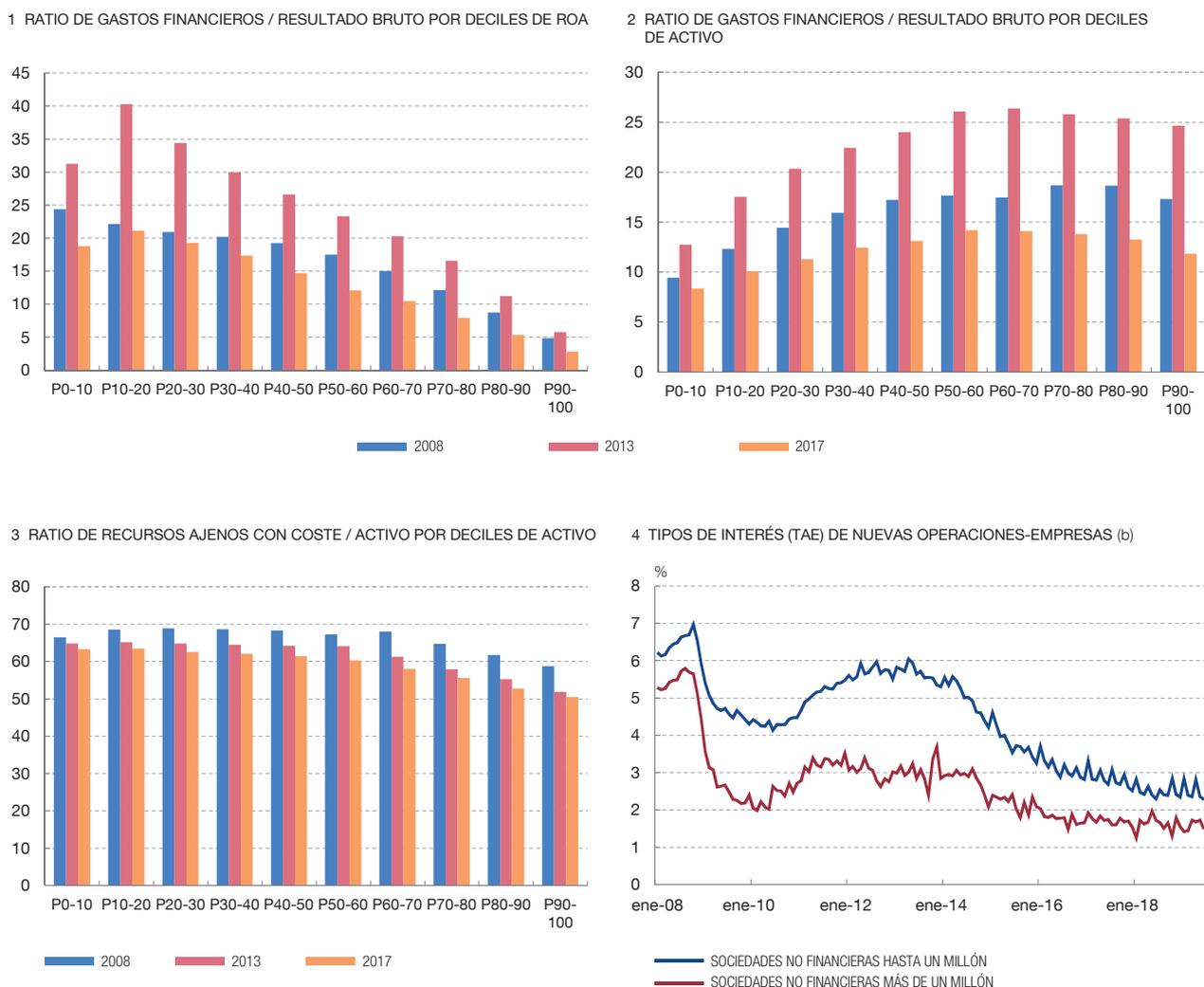
**El elevado endeudamiento del sector público sigue suponiendo una importante fuente de vulnerabilidad para la economía española.**

A pesar de que en los últimos años el déficit de las Administraciones Públicas se ha reducido, gracias fundamentalmente a la reactivación económica, aún se situó en el 2,5 % del PIB en 2018, el segundo más elevado de la eurozona. Asimismo, en junio de 2019, la ratio de deuda pública sobre PIB se encontraba en el 98,9 %, nivel todavía 13 pp superior a la media del área del euro. Aunque este elevado nivel de endeudamiento no se traduce en una carga de la deuda abultada debido a los reducidos costes de financiación, supone un importante elemento de vulnerabilidad para la economía española ante posibles aumentos del coste de financiación en los mercados o a un deterioro macroeconómico. El alargamiento de los plazos de vencimiento

Gráfico 1.11

**POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS (a)**

La carga financiera de la deuda va disminuyendo según aumenta la rentabilidad de la empresa, mientras que por tamaño se obtiene una relación en forma de U invertida, siendo las empresas medianas las que tienen que realizar mayores esfuerzos para cumplir con sus obligaciones financieras. En su evolución temporal, la carga financiera de la deuda aumentó significativamente para todas las empresas hasta 2013 a pesar del desendeudamiento, siendo en 2017 más reducida que en el año 2008.



FUENTE: Banco de España.

- a La información de balance y cuenta de resultados de las empresas se extrae de la Central de Balances del Banco de España. Las empresas analizadas incluyen a las sociedades no financieras fuera del sector de construcción y promoción inmobiliaria, excluyendo también las empresas financieras.
- 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.

de la deuda pública que se observa desde 2013 podría mitigar parcialmente este riesgo al reducir las necesidades de refinanciación.

**De igual modo, la elevada posición de inversión internacional (PII) deudora neta supone otra importante vulnerabilidad para la economía española ante posibles cambios en el sentimiento de los mercados financieros internacionales.**

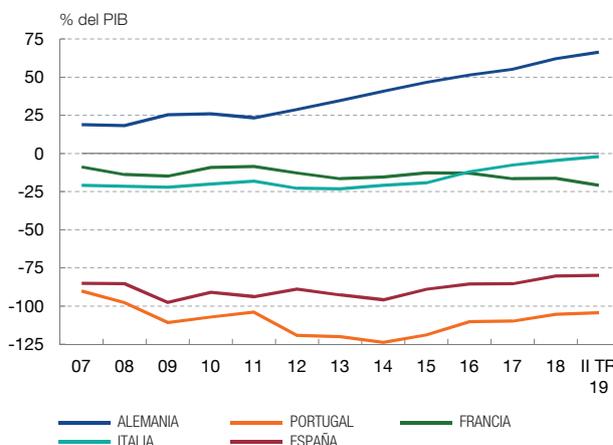
**COSTE DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**

Los costes de financiación de las AAPP se han reducido significativamente, mientras que la posición deudora neta de la economía española sigue en niveles elevados tanto desde una perspectiva histórica como internacional.

1 COSTE MEDIO DE FINANCIACIÓN DE LA DEUDA EMITIDA POR LAS AAPP



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR PAÍSES



FUENTES: Banco de España, Tesoro Público y Banco Central Europeo.

a Tipo de interés medio de las emisiones realizadas en el mes.

Si bien la PII deudora neta de la economía española, como porcentaje del PIB, se ha reducido en unos 18 pp desde 2014, ésta aún se situaba en el 79,9 % del PIB en junio de 2019, muy por encima de la media de la UEM (gráfico 1.12). Por su parte, la deuda externa bruta alcanzó el 171,6 % del PIB en el segundo trimestre del año, nivel solo 3,9 pp por debajo del máximo registrado en el primer trimestre de 2015, aunque similar al de otros países de nuestro entorno. El hecho de que la mayor parte de esta deuda externa bruta tenga un plazo de vencimiento dilatado, esté denominada en euros, y sea emitida por las Administraciones Públicas, aliviaría, en cierta medida, su riesgo de refinanciación.

### 1.3.2 Otras interconexiones con el sector financiero

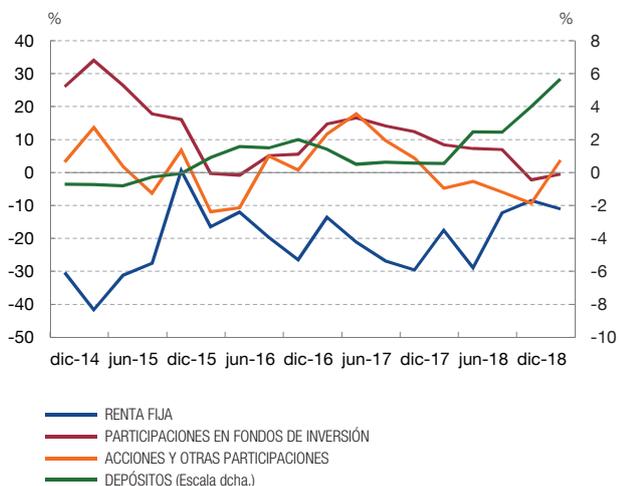
**El principal activo financiero en el que los hogares invierten su riqueza bruta son los depósitos (38,2 % del total en marzo de 2019).** Desde 2015 los depósitos venían perdiendo relevancia en la cartera de los hogares a favor de los fondos de inversión. En concreto, las participaciones en fondos de inversión de los hogares experimentaron un crecimiento acumulado del 40,2 %, mientras que los depósitos solo aumentaron un 7,9 % en estos cinco años, en parte debido a la progresiva reducción de su remuneración en un entorno de muy bajos tipos de interés. No obstante, en 2019 se está observado un importante repunte del volumen de depósitos (5,7 % en tasa interanual) a pesar de que su rentabilidad es prácticamente nula, muy

Gráfico 1.13

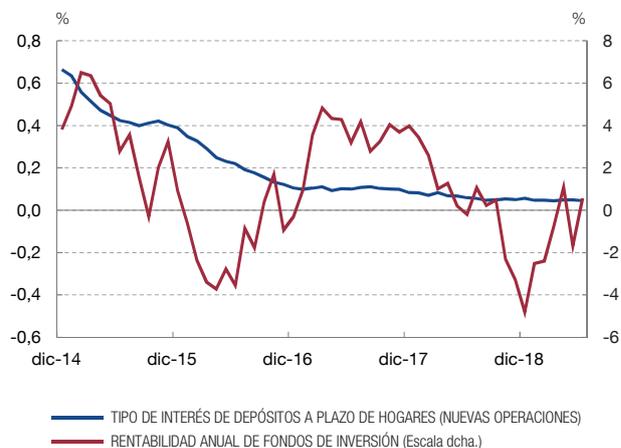
**BALANCE FINANCIERO DE LOS HOGARES**

Los activos financieros de los hogares han aumentado en los últimos cinco años cerca de un 10 % hasta situarse en 2,2 billones de euros a marzo de 2019. Si bien la composición de la cartera de activos financieros se ha mantenido estable en este período, destaca el crecimiento experimentado por los fondos de inversión y, en menor medida, el de los depósitos, en contraposición a la reducción del efectivo y la renta fija.

1 ACTIVOS FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



2 INDICADORES DE RENTABILIDAD



FUENTE: Banco de España.

por encima de las tasas de variación de otros activos financieros (gráfico 1.13). La baja rentabilidad de los valores de renta fija habría reducido el interés por la inversión en los activos vinculados a estos, mientras la volatilidad de los de renta variable habría desanimado la inversión directa e indirecta en estos instrumentos en un contexto de elevada incertidumbre (gráfico 1.5).

**EXPOSICIÓN MACROECONÓMICA Y FINANCIERA DE ESPAÑA FRENTE A REINO UNIDO ANTE UN POTENCIAL BREXIT SIN ACUERDO**

En el momento de finalización de este IEF, continúa la incertidumbre en relación a las modalidades y el momento de la salida de Reino Unido de la Unión Europea (Brexit) (véase gráfico 1). En este contexto, el recuadro describe cómo el clima de incertidumbre asociado a las negociaciones se está reflejando en la situación económica del país y se analiza la exposición de nuestra economía y del sector bancario español al Reino Unido. El recuadro hace también un recordatorio de las medidas de contingencia que la Comisión Europea y el Gobierno de España han adoptado en el ámbito del sistema financiero ante la eventualidad de un Brexit sin acuerdo.

La prórroga adoptada por el Consejo Europeo en abril de 2019 logró aplazar hasta el 31 de octubre de este año el riesgo de una salida desordenada del Reino Unido de la UE ante la no ratificación por parte del Parlamento Británico del acuerdo de salida negociado por el anterior Gobierno. Más recientemente, el 17 de octubre de 2019, la Unión Europea y el actual gobierno británico, presidido por Boris Johnson, han firmado un nuevo acuerdo que evita la existencia de una frontera aduanera y regulatoria entre la República de Irlanda e Irlanda del Norte. En el momento de cierre de este IEF, no obstante, la persistencia de dificultades para la ratificación en tiempo del acuerdo ha provocado que el Consejo Europeo adopte, tal como solicitó el gobierno británico a instancias de su Parlamento, una prórroga adicional, que en este

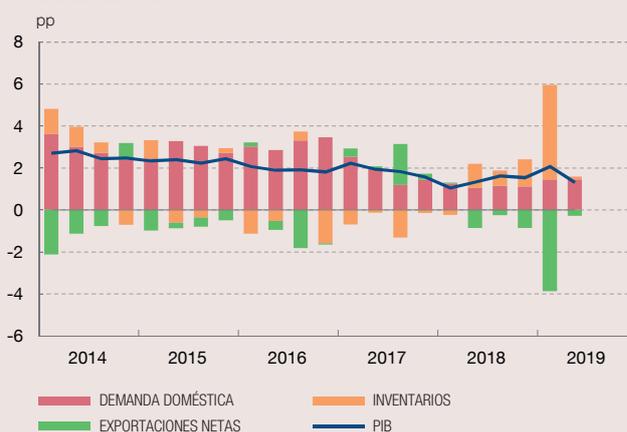
caso será flexible, extendiéndose hasta el 31 de enero de 2020, como muy tarde. Esta extensión del plazo, en principio, debería favorecer la posibilidad de un acuerdo entre las partes, si bien no es descartable que los términos en los que se fije la futura relación entre el Reino Unido y la Unión Europea comporten un menor grado de integración entre ambas economías que el recogido en el acuerdo anterior.

El largo período de incertidumbre desde la celebración del referéndum en 2016 ha afectado a la economía británica, que ha sufrido un notable empeoramiento en los meses recientes. Como se aprecia en el gráfico 2, el Reino Unido mantuvo tasas de crecimiento del PIB relativamente elevadas tras el referéndum sobre el Brexit de 2016, mientras las decisiones de política monetaria y fiscal implementadas lograron sostener la demanda doméstica y las exportaciones. Sin embargo, la elevada incertidumbre hizo mella en la inversión empresarial, que se ha debilitado en gran medida (gráfico 3), permaneciendo prácticamente estancada en porcentaje del PIB, en contraste con lo observado en otros ciclos. Además, algunas empresas británicas han dirigido sus inversiones hacia los países de la UE-27, estableciendo subsidiarias que les permitan mantener su acceso a este mercado. En cambio, el número de proyectos de inversión de los países de la UE-27 en el Reino Unido disminuyó un 9 % tras el referéndum<sup>1</sup>.

Gráfico 1  
REINO UNIDO. ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE POLÍTICA



Gráfico 2  
REINO UNIDO. PIB Y CONTRIBUCIONES POR COMPONENTES  
Crecimiento interanual



FUENTES: Eurostat, EPU, ONS y Banco de Inglaterra.

1 Breinlichy H., et al. (2019), «Voting with their Money: Brexit and Outward Investment by UK Firms», con información de encuestas disponible hasta marzo de 2019 encuentran que el número de operaciones de IED del Reino Unido en la UE27 aumentó un 17 % desde la celebración del referéndum, mientras que la dirigida hacia otros países de la OCDE no pertenecientes a la UE apenas varió. En cambio, las operaciones de IED recibidos de la UE27 disminuyeron un 9 %. Véase también Bloom N., et al. (2019), «The Impact of Brexit on UK Firms», Bank of England, Staff Working Paper 818.

**EXPOSICIÓN MACROECONÓMICA Y FINANCIERA DE ESPAÑA FRENTE A REINO UNIDO ANTE UN POTENCIAL BREXIT SIN ACUERDO (cont.)**

Gráfico 3  
REINO UNIDO. INVERSIÓN PRODUCTIVA TRAS RECESIONES PREVIAS

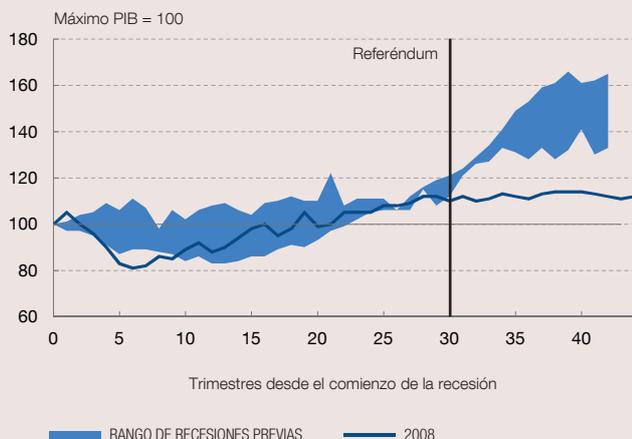
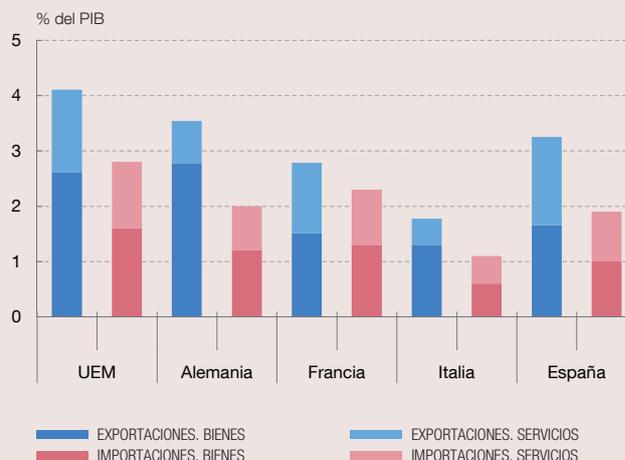


Gráfico 4  
COMERCIO DE BIENES Y DE SERVICIOS CON REINO UNIDO (2017)



FUENTES: Eurostat, EPU, ONS y Banco de Inglaterra.

Más recientemente, las cifras de crecimiento del PIB disponibles para el primer semestre de 2019 muestran cierta volatilidad asociada al proceso de acumulación de existencias que tuvo lugar en el primer trimestre ante la proximidad de la primera fecha de salida acordada (31 de marzo). No obstante, la caída de la producción industrial, el retroceso de la confianza de empresas y consumidores hasta mínimos históricos y la reciente ralentización de las ventas al por menor apuntan a un paulatino debilitamiento de la economía británica. Por su parte, las economías europeas se están viendo ya afectadas por la menor demanda procedente del Reino Unido, especialmente aquellas que tienen mayor exposición comercial a esta economía (gráfico 4). Además de la caída de los flujos de inversión extranjera directa comentada, las exportaciones de la UEM al Reino Unido presentan tasas negativas desde mediados de 2016, con un descenso acumulado de casi un 10% en términos reales hasta julio de 2019. Pero los efectos de un eventual escenario de Brexit sin acuerdo serían mucho más disruptivos para ambas partes, dados los fuertes vínculos comerciales y financieros existentes y el impacto que este escenario puede tener sobre los mercados financieros. En particular, de acuerdo con las estimaciones más recientes del Banco de Inglaterra, en caso de un Brexit sin acuerdo el PIB del Reino Unido disminuiría hasta un 5,5% a lo largo

de cinco años, respecto al escenario base ya desde el primer trimestre de 2020, mientras que la tasa de paro y la inflación aumentarían hasta el 7% y el 5,3%, respectivamente.

En el caso de la economía española, la exposición al Reino Unido es significativa, de modo que una salida sin acuerdo podría tener consecuencias notables. El comercio de bienes con el Reino Unido, que se vería afectado negativamente por el incremento de los aranceles hasta los niveles vigentes con terceros países, no es particularmente elevado, pero sí significativo. Las exportaciones de bienes españolas al Reino Unido suponen un 1,7% del PIB, porcentaje inferior al del promedio del área del euro (2,6%), si bien la exposición del sector agroalimentario es más elevada. En servicios, la exposición de nuestra economía al Reino Unido (1,6% del PIB) sí resulta más elevada. En este caso, algunos ámbitos concretos, como el sector turístico, podrían verse especialmente afectados. El Reino Unido constituye el principal país de afluencia de turistas hacia España, representando en torno al 20% de las entradas de turistas y del gasto total. A ello cabe añadir la exposición de las empresas exportadoras de servicios financieros y de telecomunicaciones<sup>2</sup>. En conjunto, se estima que el coste a través de estos canales de una salida desordenada del Reino Unido para la economía

2 El mercado de segundas residencias que tradicionalmente ha atraído a muchos británicos especialmente en las provincias del arco mediterráneo, constituye otro de los sectores más expuestos a un Brexit sin acuerdo.

**EXPOSICIÓN MACROECONÓMICA Y FINANCIERA DE ESPAÑA FRENTE A REINO UNIDO ANTE UN POTENCIAL BREXIT SIN ACUERDO (cont.)**

española puede ser notable (situándose en torno a 0,7 pp del PIB en 5 años)<sup>3</sup>.

En cuanto a la exposición del sector bancario, los bancos extranjeros que mayor peso tienen en el sistema financiero británico son los españoles, norteamericanos, alemanes y franceses. En conjunto superan el 50 % de las exposiciones de los bancos extranjeros en el Reino Unido, según los datos publicados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) correspondientes a junio de 2019 (últimos disponibles)<sup>4</sup>. España es el país con mayor exposición (16,1 %), seguido de EE.UU. (15,9 %). Por lo que respecta a otros países europeos, Alemania (10,6 %), Francia (8,2 %) y Países Bajos (4 %) son los que presentan mayores exposiciones (gráfico 5).

No obstante, desde la perspectiva de cada uno de estos países, la relevancia de esas exposiciones dependerá del tamaño su propio sector bancario. Así, según los datos publicados por la Autoridad Bancaria Europea

(ABE) en el último ejercicio de transparencia, correspondientes a junio de 2018, serían los bancos irlandeses los más expuestos en términos relativos, seguidos de los españoles (23,8 % y 14 % de exposición a Reino Unido sobre exposición total, respectivamente). En Alemania, Francia y Países Bajos la exposición a Reino Unido se sitúa por debajo del 5 % de la exposición total (gráfico 6)<sup>5</sup>. En términos absolutos España, junto con Francia y Alemania serían los países que presentarían un mayor volumen.

La exposición de los bancos españoles se concentra principalmente en préstamos, que suponían en junio de 2019 más del 85 % de sus activos financieros en Reino Unido. En concreto, los préstamos a hogares (54,9 %) y, especialmente, los préstamos hipotecarios, son los que presentan un mayor peso en la exposición total (gráfico 7).

En una perspectiva temporal más amplia, se observa un aumento del volumen de préstamos de las entidades

Gráfico 5  
EXPOSICIÓN DE ENTIDADES BANCARIAS EXTRANJERAS A REINO UNIDO (a)  
Junio de 2019

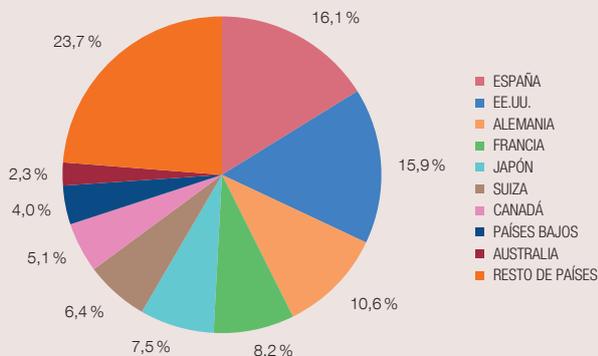
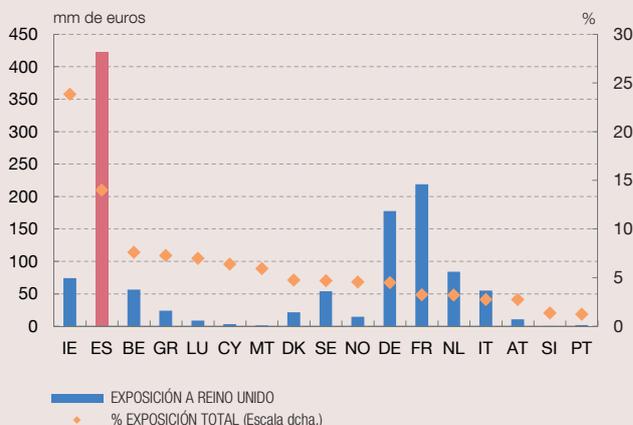


Gráfico 6  
IMPORTANCIA DE LA EXPOSICIÓN A REINO UNIDO (b)



FUENTES: BIS, ABE y Banco de España.

- a El gráfico 5 muestra el saldo vivo de los activos en base a la contraparte directa de acuerdo con la metodología de las estadísticas bancarias consolidadas (CBS, por sus siglas en inglés) del BIS.
- b El gráfico 6 muestra la exposición crediticia de los principales bancos de los países de Unión Europea (excepto Reino Unido) con exposición a Reino Unido, y el peso sobre su exposición total.

3 Véase Vega (2019), «Brexit: balance de situación y perspectivas», Documento Ocasional N° 1905 del Banco de España.

4 Véase Estadísticas del BIS (2019).

5 Véase Ejercicio de transparencia de la ABE (2018).

**EXPOSICIÓN MACROECONÓMICA Y FINANCIERA DE ESPAÑA FRENTE A REINO UNIDO ANTE UN POTENCIAL BREXIT SIN ACUERDO (cont.)**

Gráfico 7  
EXPOSICIÓN DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS A REINO UNIDO  
Junio de 2019

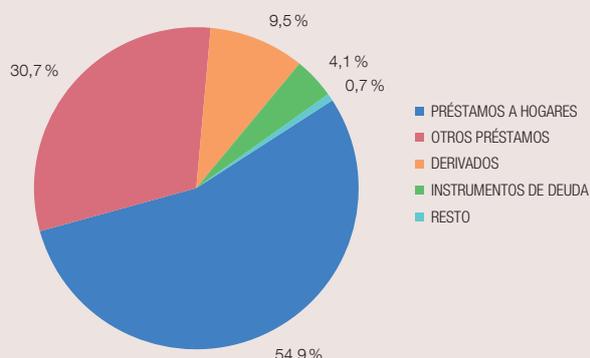
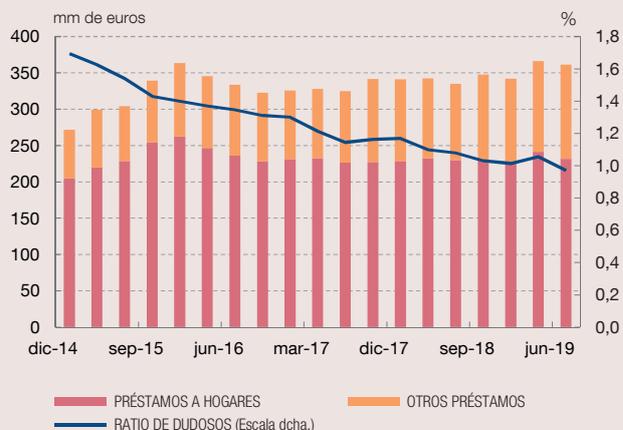


Gráfico 8  
PRÉSTAMOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS EN REINO UNIDO  
Junio de 2019



FUENTES: BIS, ABE y Banco de España.

españolas en Reino Unido desde los niveles de diciembre de 2014. Asimismo, se aprecia una reducción de la tasa de morosidad, que ha pasado del 1,6% en diciembre de 2014 hasta situarse en junio de 2019 por debajo del 1% (gráfico 8).

En cualquier caso, para valorar el potencial impacto del Brexit sin acuerdo en las entidades de crédito españolas, debe tenerse en cuenta que estas exposiciones son el resultado de la actividad de filiales con autonomía financiera y con un modelo de negocio orientado al sector minorista. Esto implica que el principal riesgo sería el posible deterioro de la economía británica que implicara un aumento significativo de los ratios de morosidad y la posible depreciación de la libra.

En términos de operativa de las entidades financieras, un Brexit desordenado también podría conllevar potenciales turbulencias en los mercados financieros así como riesgos en la operativa de las Entidades de Contrapartida Central (CCP, por sus siglas en inglés). En este último caso, se han adoptado medidas mitigantes tanto en Europa como en España. La Comisión Europea ha extendido su consideración de CCP cualificadas para operar con entidades financieras europeas<sup>6</sup>. En España, el gobierno aprobó el Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, para garantizar la continuidad de los contratos financieros en caso de un Brexit sin acuerdo incluyendo un requisito de adaptación a la regulación nacional a las entidades financieras británicas operando en un nuestro país, así como un régimen transitorio para facilitar esa adaptación sin provocar interrupciones operativas<sup>7</sup>.

6 La Comisión Europea implementó en diciembre de 2018 una resolución asimilando, de manera transitoria, el marco legal aplicable a las CCP en Reino Unido al existente para estas entidades dentro de la Unión Europea bajo el Reglamento (EU) 648/2012. Fecha de expiración 30 de marzo de 2020. También se adoptó una decisión de equivalencia, temporal y condicional, del marco relativo a *Central Securities Depositories* (CSD) con fecha de expiración el 30 de marzo de 2021.

7 Ver Real Decreto-ley 5/2019 y nota informativa del Banco de España.

### LAS DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y POSIBLES EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA

A lo largo del año 2019 las perspectivas macroeconómicas en el área del euro se han deteriorado de manera considerable. En particular, la inflación descendió hasta el 1% en julio y las previsiones del BCE de septiembre arrojan una senda de recuperación bastante débil, alcanzando el 1,5% en 2021, muy por debajo de niveles que se puedan considerar consistentes con el objetivo de mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2%. El BCE también ha revisado a la baja la previsión de crecimiento del PIB hasta el 1,1% en 2019, 1,2% en 2020 y 1,4% en 2021. Ante esta situación, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado, en su reunión del 12 de septiembre, una serie de medidas de política monetaria con el fin de garantizar que la inflación avance hacia su objetivo de forma sostenida.

La primera de estas medidas ha sido la reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos (pb) hasta el -0,50%. En paralelo, el Consejo de Gobierno ha reforzado su orientación sobre la senda futura («forward guidance») de los tipos de interés. El Consejo espera que los tipos de interés oficiales continúen en los niveles actuales o inferiores hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2% en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación observada. Con estas medidas se pretende ampliar el grado de acomodación monetaria, especialmente en los tramos cortos y medios de la curva de tipos de interés.

En segundo lugar, se ha decidido reiniciar las compras netas de activos en el marco del programa de compra de activos a un ritmo mensual de 20 mm de euros a partir del 1 de noviembre. La duración de este programa es indefinida, y el Consejo de Gobierno espera que finalice poco antes de comenzar a subir los tipos de interés oficiales. De esta forma se pretende extender la acomodación monetaria a los tramos largos de la curva de tipos de interés.

En tercer lugar, se han modificado los parámetros de la nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a más largo plazo con objetivo específico (TLTRO III) que comenzó en septiembre. Por una parte, se reducen los tipos de interés aplicables. Por otra, se amplía el plazo de vencimiento de estas operaciones de dos a tres años. El objetivo de estos ajustes es mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables.

Finalmente, se ha decidido introducir un sistema de dos escalones para la remuneración de las reservas, según el cual la remuneración negativa (-0,5%) del tipo de la facilidad de depósito no se aplica a una parte del exceso de liquidez de las entidades de crédito. La finalidad de esta decisión es apoyar el canal de transmisión bancario de la política monetaria en un entorno de tipos de interés negativos.

Los mercados financieros empezaron a anticipar este sesgo acomodaticio de la política monetaria, reforzado tras el discurso de Draghi en Sintra el 18 de junio, lo que se reflejó en una reducción de los tipos de interés interbancarios y

Gráfico 1  
TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO

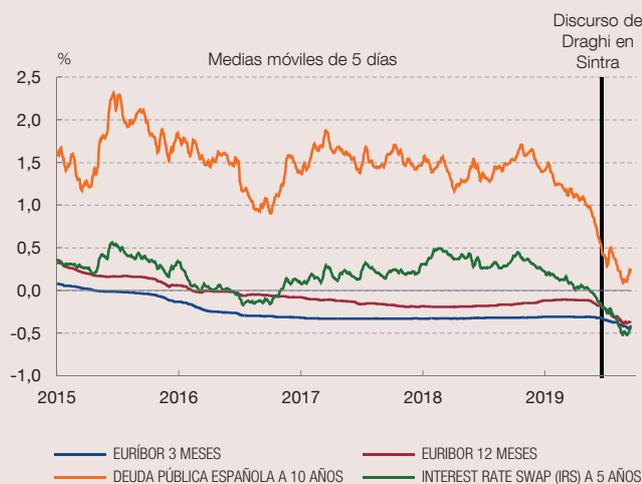
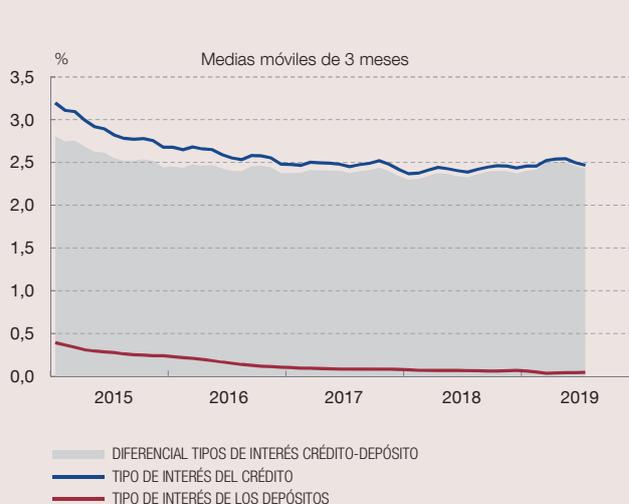


Gráfico 2  
TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DE NUEVAS OPERACIONES



FUENTES: Banco de España y Datastream.

**LAS DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y POSIBLES EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA (cont.)**

Gráfico 3  
TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS DE SALDOS VIVOS

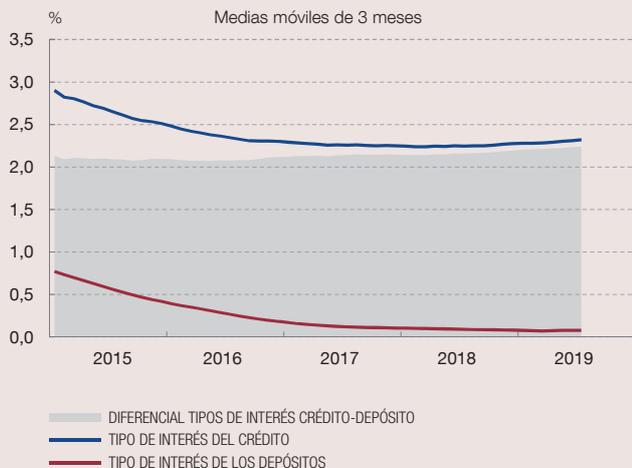
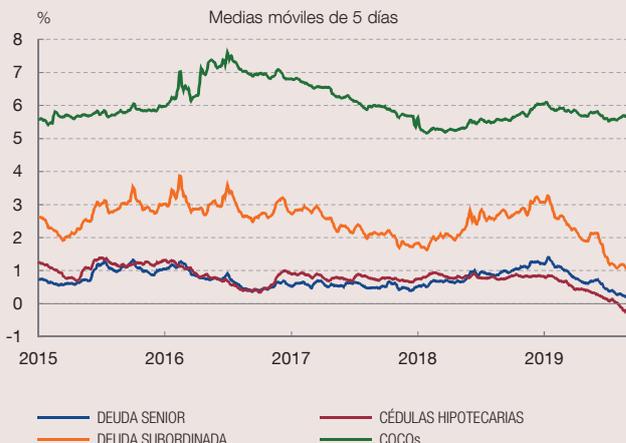


Gráfico 4  
COSTE DE FINANCIACIÓN DE LOS BANCOS ESPAÑOLES



FUENTES: Banco de España y Datastream.

los de los mercados de renta fija, especialmente en los plazos largos (gráfico 1).

Los efectos de estas medidas de política monetaria sobre la rentabilidad de los bancos se producen a través de distintos canales y con signo distinto, lo cual hace que el efecto neto global sea difícil de cuantificar.

En el lado negativo, estas medidas podrían contribuir a comprimir el margen entre el tipo de interés del crédito y el de los depósitos. De hecho, cabría esperar que los descensos en los tipos de interés de mercado se trasladen a la rentabilidad del crédito en mayor medida de lo que lo hagan al coste de los depósitos, ya que estos últimos no tienen prácticamente margen de maniobra sin entrar en territorio negativo. La remuneración de los préstamos a tipo de interés variable, que constituyen una proporción destacada del crédito concedido a medio y largo plazo, se irá ajustando a los nuevos precios según se vayan actualizando a la evolución de los índices de referencia (lo que generalmente ocurre con un desfase inferior al año).

Además, en la medida en que los descensos se trasladen también a las nuevas operaciones, como suele ocurrir habitualmente, se producirá también un recorte en la remuneración media de los activos por esta vía. En los

anteriores episodios de bajadas de los tipos de interés, el impacto de la caída de la remuneración del crédito se vio en gran parte contrarrestado por un descenso en el coste de los depósitos. En efecto, el diferencial entre el tipo de interés del crédito y el de los depósitos mostró una gran estabilidad tanto en las nuevas operaciones como en los saldos vivos (gráficos 2 y 3). De hecho, en este último caso, se observa incluso un cierto repunte durante los últimos años, que refleja el efecto favorable del descenso de la morosidad y el aumento del peso relativo del crédito al consumo, con unos márgenes más elevados. Sin embargo, en esta ocasión cabría esperar que el sesgo acomodaticio de la política monetaria generara un mayor estrechamiento del diferencial entre el tipo de interés del crédito y el de los depósitos, dadas las dificultades para reducir adicionalmente el coste medio de los depósitos una vez que este se sitúa ya en niveles muy próximos a cero.

Asimismo, existe abundante evidencia teórica y empírica que muestra cómo los intermediarios financieros en un entorno de bajos tipos de interés pueden aumentar el riesgo de las operaciones que realizan, en un intento de elevar la rentabilidad<sup>1</sup>. Esto es lo que se conoce como canal de la toma de riesgos de la política monetaria y sugiere que para

1 Véase, por ejemplo, D. Martínez Miera y R. Repullo (2017): «Search for yield», *Econometrica*, 85, pp. 351-378, o G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró, y J. Saurina (2014): «Hazardous times for monetary policy: What do 23 million loans say about the impact of monetary policy on credit risk-taking?», *Econometrica* 82, pp. 463-505.

**LAS DECISIONES RECIENTES DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCE Y POSIBLES EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD BANCARIA (cont.)**

valorar correctamente el impacto de este tipo de medidas sobre la rentabilidad es necesario tener en cuenta el riesgo incurrido y, en cualquier caso, vigilar de forma exhaustiva la toma de riesgos, actuando con medidas macroprudenciales en caso de que crezcan de forma excesiva.

En el lado positivo, la relajación monetaria debería contribuir a la mejoría de la actividad económica y a estimular el flujo de crédito. Por lo que respecta a la financiación mayorista de los bancos, se ha observado un descenso significativo de su coste coincidiendo con la intensificación de la política monetaria expansiva, sin que en este caso el valor de cero actúe como una cota inferior. De hecho, el coste medio de algunos instrumentos de financiación, como las cédulas hipotecarias, se sitúa ya en valores negativos (gráfico 4). El menor coste de la financiación mayorista contribuirá también a facilitar la emisión de valores que forman parte del requerimiento de pasivos elegibles (MREL por sus siglas en inglés), que deben tener las entidades para, en caso de resolución, ser recapitalizadas internamente (*bail-in*) y no con fondos públicos (*bail-out*).

Además, hay que tener en cuenta que dos medidas aprobadas por el Consejo de Gobierno del BCE (los términos más favorables de las TLTRO III y la exención de un tramo de las reservas) contribuirán al aumento del margen de intereses unitario (diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste de los pasivos en términos del volumen de activos) de los bancos. Todo ello debería

redundar en una moderación del estrechamiento del margen de intereses.

Otros efectos potencialmente favorables del sesgo acomodaticio de la política monetaria sobre la rentabilidad de los bancos se producirían a través de distintas vías. En primer lugar, la caída de las rentabilidades de los valores de renta fija de la cartera de los bancos vinculada a las nuevas medidas (y, en particular, a la reanudación del programa de compras de activos) y el consiguiente aumento en su precio en el mercado generará plusvalías. Sin embargo, este efecto se desvanece gradualmente una vez que los tipos de interés dejan de reducirse y, además, en los últimos años las entidades han reducido sustancialmente las tenencias de estos títulos en la cartera disponible para la venta, que al estar valorada a precios de mercado es la que se anota tales plusvalías.

En segundo lugar, el estímulo sobre la economía que provocarán las medidas expansivas de política monetaria y el descenso en el coste de la deuda viva tendrán efectos favorables sobre la calidad de la cartera de crédito, lo que se traducirá en unas menores pérdidas crediticias y en un descenso de los activos que no generan rentabilidad (préstamos morosos).

Por último, los precios de los activos reales en las carteras de los bancos también aumentarán, si bien este efecto también es cada vez menos importante al haber reducido los bancos sus carteras de adjudicados en los últimos años.

**ESTÁNDARES CREDITICIOS Y RIESGO DE IMPAGO DE LAS HIPOTECAS**

El Real Decreto-ley 22/2018 ha dotado al Banco de España de un conjunto amplio de herramientas macroprudenciales, entre ellas, las medidas centradas sobre los prestatarios (*borrower-based measures*, en inglés). Estos instrumentos, que, entre otras carteras, serán de aplicación a la hipotecaria, estarán orientados a tratar de limitar el esfuerzo que supone el pago de la hipoteca para el prestatario, o a reducir el nivel de apalancamiento respecto a las garantías disponibles. De esta forma, contribuirán a mejorar la solvencia del acreditado, ya que la experiencia ha demostrado que cuando los términos de los préstamos se relajan y se produce un aumento del apalancamiento o es necesario un mayor esfuerzo del prestatario en términos de su renta para hacer frente al pago de la deuda, el riesgo de impago suele incrementarse.

Este recuadro resume los resultados de un estudio que analiza el efecto de los estándares de crédito (y de sus interacciones) sobre el nivel de riesgo de la financiación hipotecaria<sup>1</sup>. A partir de los términos de los préstamos en el momento de su concesión, el ejercicio utiliza una batería de modelos econométricos para estimar la probabilidad de que se inicie un proceso de ejecución hipotecaria o, alternativamente, de que un préstamo entre en dudoso. El punto de partida de este análisis consiste en la definición de los indicadores que otros trabajos han encontrado relevantes<sup>2</sup> para la determinación del riesgo de impago. Así, para medir el apalancamiento, se calculan dos ratios que comparan el importe del préstamo con el valor de la vivienda: la ratio *loan-to-value* (LTV), la cual utiliza en el denominador el valor de tasación de la vivienda, y la ratio *loan-to-price* (LTP), que utiliza como denominador el precio registrado de la transacción de compra-venta de esa vivienda. Por otro lado, la carga financiera de los prestatarios se aproxima con la ratio *loan service-to-income* (LSTI), o la proporción de los ingresos anuales del prestatario que se dedica al repago de la deuda en el origen de la operación. Por último, se estudian otras

características de las hipotecas, como el plazo, el tipo de vivienda y su localización, características del prestatario, incluida su situación laboral, o el propósito del préstamo.

A partir de datos del Colegio de Registradores, se ha desarrollado un modelo para calcular la probabilidad de que se inicie un proceso de ejecución hipotecaria. El gráfico 1 muestra que esta probabilidad tiende a aumentar con las ratios LTV y LTP. No obstante, la ratio LTV no parece mostrar una asociación efectiva con un aumento del riesgo para valores superiores al 80 %. Esto no ocurre con la ratio LTP, para la que el riesgo crece de forma más pronunciada a lo largo de toda la distribución. En este sentido, la ratio LTP parece discriminar mejor el riesgo de las operaciones hipotecarias, lo que indica la importancia de complementar la estimación del valor de una vivienda a través de una tasación con el valor efectivo al que se cierra la operación.

Adicionalmente, se han estimado otros modelos con una base de datos que recoge información sobre los préstamos que han sido titulizados, así como sobre características relevantes de los prestatarios, incluidos sus ingresos (*European DataWarehouse*). Los resultados evidencian la importancia de tener en cuenta las interacciones entre medidas distintas de estándares de crédito para explicar el comportamiento de los préstamos problemáticos. En particular, el gráfico 2 presenta el impacto sobre la probabilidad de entrada en dudoso de los préstamos a partir de distintos valores de LSTI y dos valores de LTV (70 % y 90 %). Se observa no solo que el riesgo aumenta cuanto mayor es el esfuerzo del prestatario para afrontar el servicio de la deuda, sino que para los préstamos con mayor apalancamiento (es decir, mayor LTV) el nivel de riesgo es mayor (y el incremento del riesgo es más pronunciado, también). La probabilidad de entrada en dudoso en el gráfico 2 es más alta que la probabilidad de ejecución hipotecaria en el gráfico 1, ya que el evento de estrés considerado es diferente<sup>3</sup>.

- 1 Véase Galán, J.E. y M. Lamas (2019). «Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain». Documento de Trabajo N° 1931. Banco de España.
- 2 Se utilizan dos bases de datos con información individual de una muestra de préstamos que recogen características de las hipotecas en el origen de la operación. Por un lado, se utiliza información del Colegio de Registradores, que identifica todas las hipotecas constituidas en España desde antes de la crisis. Esta información se complementa con un repositorio de datos de titulaciones, la *European DataWarehouse*. En ambos casos, la información se refiere a hipotecas sobre vivienda concedidas a personas físicas.
- 3 En la base de datos de crédito titulizado (*European DataWarehouse*), todas las entradas en dudoso forman parte de la muestra de préstamos problemáticos. En el Colegio de Registradores, la muestra de préstamos problemáticos se construye a partir de las hipotecas sobre los que se inicia un procedimiento de ejecución hipotecaria. Este elemento, unido a la distinta cobertura de los préstamos problemáticos en ambas bases de datos, explica el mayor nivel de la probabilidad del evento de estrés de la base de datos del crédito titulizado.

**ESTÁNDARES CREDITICIOS Y RIESGO DE IMPAGO DE LAS HIPOTECAS (cont.)**

Gráfico 1  
LTV, LTP Y PROBABILIDAD DE EJECUCIÓN HIPOTECARIA (a)



Gráfico 2  
INTERACCIÓN ENTRE LSTI Y LTV Y PROBABILIDAD DE ENTRADA EN MORA (a) (b)

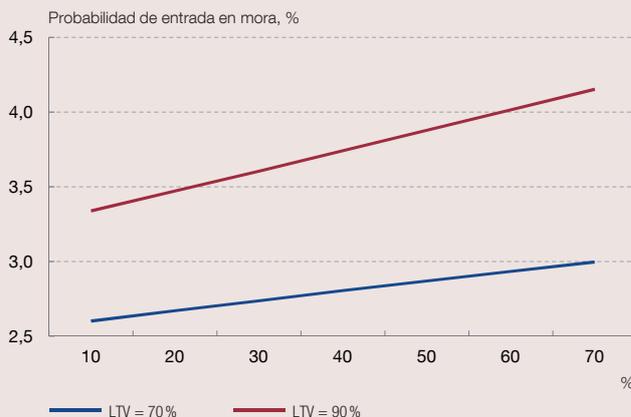


Gráfico 3  
INTERACCIÓN ENTRE LTP Y PLAZO Y PROBABILIDAD DE EJECUCIÓN HIPOTECARIA (a) (c)

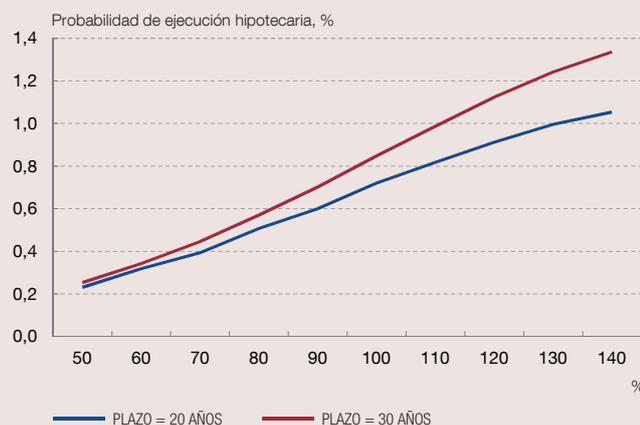


Gráfico 4  
ÍNDICE DEL ENDEUDAMIENTO HIPOTECARIO EN RIESGO (d)



FUENTES: Colegio de Registradores y *European DataWarehouse*.

- a La probabilidad de que se genere el evento de estrés (ejecución hipotecaria o entrada en mora) se estima sobre préstamos con en teoría idénticas características y en el que solo cambia el valor del LTV, del LTP, del plazo o del LSTI, dependiendo del gráfico. Salvo en el caso de la ratio LTV para valores de más del 80 %, los intervalos de confianza de estas estimaciones son reducidos, por lo que los cambios en la probabilidad son estadísticamente significativos.
- b El eje horizontal recoge valores de la ratio LSTI.
- c El eje horizontal recoge valores de la ratio LTP.
- d El índice recoge el riesgo de la nueva financiación hipotecaria atendiendo al volumen de crédito concedido y a los estándares crediticios. La ratio de crédito dudoso es la del crédito para la adquisición y rehabilitación de vivienda. El último año de esta muestra es 2017.

Por otro lado, en el gráfico 3, en el que de nuevo se utiliza información de la base de datos del Colegio de Registradores, se muestran los cambios en la probabilidad de ejecución hipotecaria en función del LTP para dos plazos de concesión de la hipoteca diferentes (20 y 30 años). Se observa que el plazo comienza a ser un determinante adicional del riesgo para valores altos del apalancamiento. Desde un punto de vista de utilización de instrumentos

regulatorios, estos resultados apuntarían a que la activación simultánea de límites en varios estándares de crédito sería más efectiva que la implementación de uno solo de ellos.

Finalmente, los resultados cuantitativos del estudio permiten construir indicadores de seguimiento del riesgo hipotecario relacionado con los estándares de crédito en el momento de concesión de las hipotecas. Así, el gráfico 4

**ESTÁNDARES CREDITICIOS Y RIESGO DE IMPAGO DE LAS HIPOTECAS (cont.)**

muestra la evolución de un índice de préstamos hipotecarios en riesgo, el cual refleja la variación en el tiempo de los futuros préstamos problemáticos, dados los estándares crediticios en el momento de concesión de la operación y la cantidad de crédito concedida cada año<sup>4</sup>. En general, se observa que antes de la crisis el valor esperado de los préstamos en riesgo aumentó significativamente, fundamentalmente por el deterioro de los estándares crediticios. Estos resultados contrastan con la evolución

de la tasa de morosidad de esta cartera, que se mantuvo baja hasta la crisis, momento en el que comenzó a aumentar muy rápidamente. La disminución del indicador de riesgo tras el inicio de la crisis se debería tanto a la fuerte contracción en la concesión de nuevas hipotecas como al endurecimiento de los estándares crediticios. Estos resultados sugieren que el índice estimado podría ser útil como indicador adelantado de vulnerabilidades en el mercado hipotecario.

---

4 El índice de préstamos hipotecarios en riesgo se construye multiplicando la probabilidad de impago estimada por el modelo para los préstamos originados en cada año por el valor total de las hipotecas concedidas en dicho año. Es por tanto, una medida del valor esperado de las hipotecas originadas en un año determinado que estarían en riesgo de impago futuro dados los estándares crediticios en el origen de la concesión. Un incremento (reducción) de este índice podría reflejar un aumento (disminución) en la probabilidad de impago en el año de concesión (que a su vez depende de los criterios de concesión, LTV, LTP, LSTI), un aumento (disminución) en el valor de las hipotecas concedidas ese año, o de ambas situaciones. Durante los años de la muestra evaluada, los cambios en el índice han sido explicados en promedio en un 75 % por los cambios en la probabilidad de impago y en un 25 % por los cambios en el valor de las hipotecas concedidas.





# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO



## 2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

En este capítulo se hace un repaso de la situación y los riesgos que afronta el sistema financiero español, con especial atención al sector bancario. Además, se presentan los resultados de las pruebas de resistencia realizadas para este sector y también sus interconexiones directas con no residentes e indirectas con el resto de sector financiero. Desde el último IEF el sector bancario español ha mantenido el proceso de desapalancamiento en un contexto de rentabilidad reducida y ligera mejora de la solvencia. La calidad del balance también ha mejorado al reducirse la morosidad y los activos adjudicados. El ejercicio de estrés realizado sobre el sector bancario muestra una capacidad de resistencia a nivel agregado adecuada, apoyada en esa mejora de calidad de los balances. En el escenario adverso, el análisis del ejercicio de estrés incorpora también una capacidad limitada de generación de resultados operativos por las entidades y un menor crecimiento del crédito en comparación con el escenario base. Los resultados son sensibles a los supuestos de corrección de valoración aplicados a las exposiciones soberanas.

### 2.1 Las entidades de depósito

#### 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

##### Riesgo de crédito

**El crédito total concedido por las entidades de depósito en España descendió un 1,2% en junio de 2019 en tasa interanual.** Esto supone una moderación importante en el ritmo de descenso, ya que en el mismo mes del año anterior la caída fue del 2,8%. De este modo, el volumen total de crédito se situó en 1.159 mm de euros (gráfico 2.1). El descenso del crédito fue generalizado entre las entidades que concentran mayor volumen de préstamos y afectó en mayor medida a los préstamos a las sociedades no financieras (gráfico 2.2). No obstante, el hecho de que la mediana de la distribución, que no tiene en cuenta las diferencias de tamaño entre entidades, esté en terreno positivo, y aumentando en el segmento de sociedades no financieras, sugiere que las entidades de menor tamaño sí están expandiendo la concesión de crédito.

**El crédito nuevo concedido a hogares y sociedades no financieras moderó su crecimiento interanual.** Entre junio de 2018 y junio de 2019 se han otorgado 459 mm de euros, de los cuales más del 70% corresponden a nuevas operaciones

Gráfico 2.1

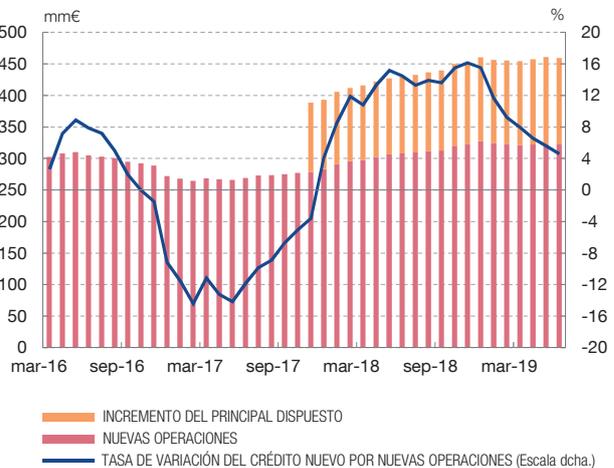
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE**  
Negocios en España, DI

El crédito total siguió reduciéndose hasta situarse en 1.159 mm de euros en junio de 2019, si bien en el último trimestre se ha observado un ligero repunte, moderándose su tasa de caída interanual. Por su parte, las nuevas operaciones en los últimos doce meses se mantuvieron estables, lo que ha hecho que también se modere su variación interanual.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL



2 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL (a)



FUENTE: Banco de España.

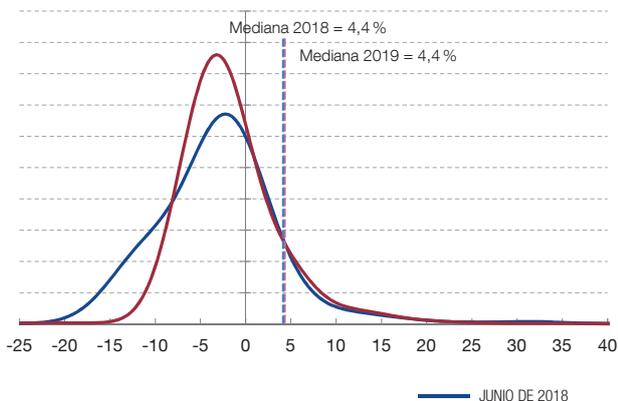
a Con anterioridad a diciembre de 2016 no se disponía de información sobre el incremento de principal dispuesto de las operaciones ya existentes, por lo que el primer dato de esta serie, acumulada en doce meses, se representa en noviembre de 2017. La tasa de variación que se muestra sólo hace referencia a las nuevas operaciones.

Gráfico 2.2

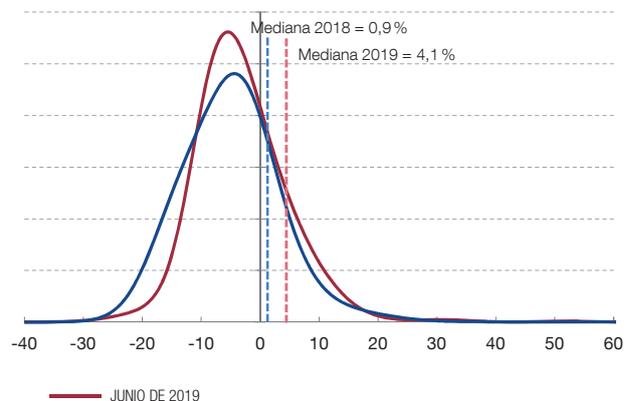
**DISTRIBUCIÓN POR ENTIDADES DE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE**  
Negocios en España, DI

La reducción del crédito al sector privado residente se produjo de forma generalizada entre las entidades que concentran un mayor volumen de préstamos, si bien la variación mediana de las entidades se mantiene en terreno positivo, tanto en el crédito total como, especialmente, en el destinado a sociedades no financieras.

1 DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN (%) DEL CRÉDITO TOTAL (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN (%) DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



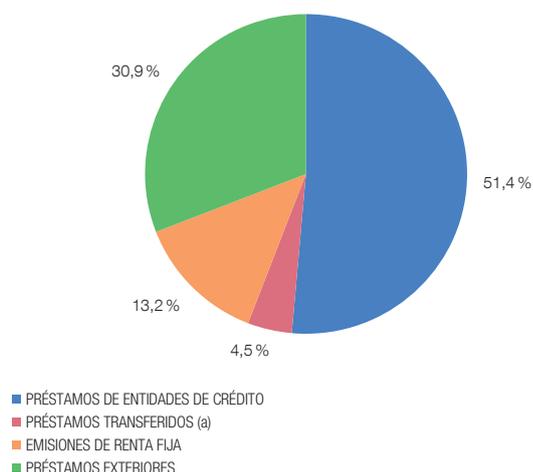
FUENTE: Banco de España.

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

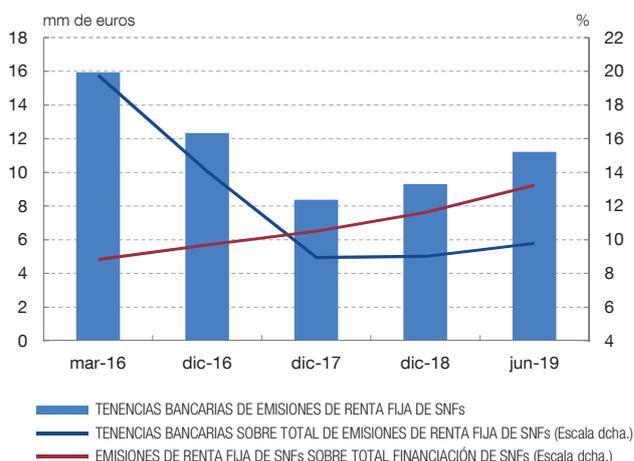
**PARTICIPACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EN LA FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS****Negocios en España, DI**

Si bien la principal fuente de financiación de las sociedades no financieras son los préstamos otorgados por las entidades de crédito, el peso de los valores representativos de deuda ha aumentado en más de 4 pp desde marzo de 2016, hasta alcanzar el 13,2% en junio de 2019. Por su parte, el peso de las emisiones de renta fija de las sociedades no financieras en la cartera de las entidades de depósito se redujo significativamente con el inicio del programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema en junio de 2016, para estabilizarse posteriormente hasta situarse en niveles cercanos al 10% del total de emisiones de renta fija de estas sociedades.

1 FUENTES DE FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Junio de 2019



2 TENENCIA BANCARIA DE EMISIONES DE RENTA FIJA DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNFs)



FUENTE: Banco de España.

a Los préstamos transferidos incluyen los datos de baja de balance, los transferidos a fondos de titulización y otros traspasos.

(gráfico 2.1). En los últimos meses se ha estabilizado la concesión de crédito nuevo, con lo que la tasa interanual de las operaciones nuevas se ha reducido hasta el 4,6% y el aumento del principal dispuesto al 12,6%.

**La financiación del sector bancario a sociedades no financieras mediante adquisición de la deuda que emiten aumentó en 1,9 mm de euros en 2019.** Como se muestra en el capítulo 1 (gráfico 1.10), el saldo vivo de las emisiones de valores de deuda de las sociedades no financieras españolas se ha expandido significativamente entre 2016 y 2019. De hecho, estos valores representaban en junio de 2019 el 13,2% del total de la financiación a sociedades no financieras (gráfico 2.3). Las entidades de depósito también pueden financiar indirectamente a estas sociedades adquiriendo esos títulos. En concreto, sus tenencias en junio de 2019 se situaron en 11 mm de euros, 3 mm de euros más que en 2017. De esta forma, el peso que representan estas tenencias bancarias sobre el total de emisiones se ha mantenido estable ligeramente por debajo del 10%.

**La evolución del crédito se sustentó en una estabilización de las condiciones de financiación.** Los tipos de interés de las nuevas operaciones permanecieron en niveles similares durante los últimos doce meses, tanto en hogares como

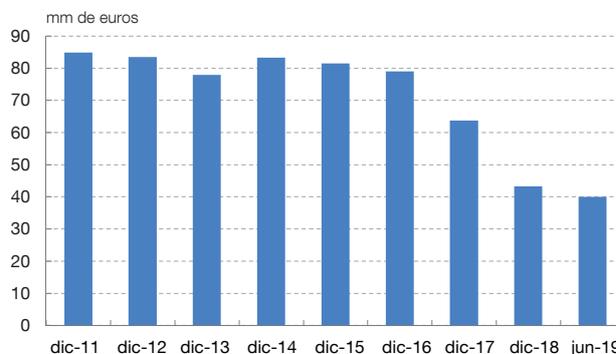
**RATIO DE DUDOSOS Y ACTIVOS ADJUDICADOS**

La ratio de dudosos del sector privado residente continuó el descenso observado en los últimos años, alcanzando el 5,3 % en junio de 2019, lo que supone un descenso de más de 1 pp con respecto al mismo mes del año anterior. Por su parte, los activos adjudicados mostraron un descenso adicional en junio de 2019, hasta situarse por debajo de los 40 mm€.

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



2 IMPORTE DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS  
Negocios en España. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

en sociedades no financieras. A mediados de 2019, la tasa de concesión de las operaciones de crédito solicitadas por sociedades no financieras a entidades con las que actualmente no estaban operando se situó en el 31 % del número total de peticiones recibidas, prácticamente la misma tasa observada un año antes.

**Las refinanciaciones y reestructuraciones continuaron descendiendo en el último año**, hasta situar su peso sobre el total crédito al sector privado residente en el 5,4 % en junio de 2019. La tasa de variación interanual de estos créditos fue del -20,2 %, un descenso 2,7 pp inferior al observado un año antes. Este descenso fue generalizado entre sociedades no financieras (-21,3 %) y hogares (-18,9 %).

**La ratio de dudosos del crédito al sector privado residente, en los negocios en España, siguió descendiendo, hasta situarse en el 5,3 % en junio de 2019.** De esta forma, la reducción acumulada desde los máximos alcanzados en diciembre de 2013 es de 8,7 pp (gráfico 2.4). En tasa interanual, los activos dudosos se han reducido en un 17,6 %, una cifra inferior a la de 2018, siendo parte de los descensos observados en este año consecuencia de ventas mayoristas de carteras de activos dudosos por parte de algunas entidades. La mejora de la calidad crediticia se observa de forma general en las distintas carteras sectoriales, con la excepción de la cartera de crédito al consumo, donde la ratio de dudosos ha aumentado 0,5 pp hasta situarse en el 5,6 % en el período de 12 meses hasta junio de 2019.

**Sin embargo, desde el punto de vista de los flujos de la cartera del sector privado residente, en la primera mitad de 2019 se observó una aceleración**

Gráfico 2.5

**ACTIVOS DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE. FLUJOS (a)****Negocios en España, DI**

En la primera mitad de 2019, los activos dudosos descendieron hasta los 61,9 mm€. El ritmo de descenso fue más moderado que en periodos precedentes. Las salidas a fallidos y las recuperaciones evolucionaron a un ritmo similar que en el conjunto del año 2018, mientras el ritmo de entrada de nuevos dudosos fue superior.



FUENTE: Banco de España.

a Junto a las barras aparece el importe, en mm de euros, de cada flujo de entrada o salida de dudosos. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal, como activos adjudicados o posibles ventas de la cartera de dudosos a terceros. Se muestran flujos anuales de entradas y salidas hasta diciembre de 2018 y los flujos del primer semestre de 2019.

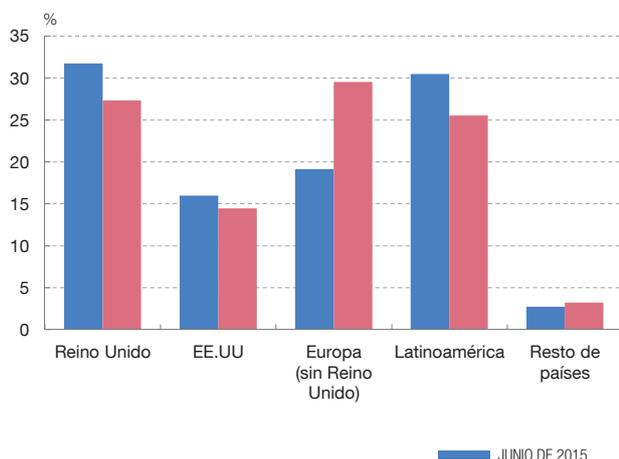
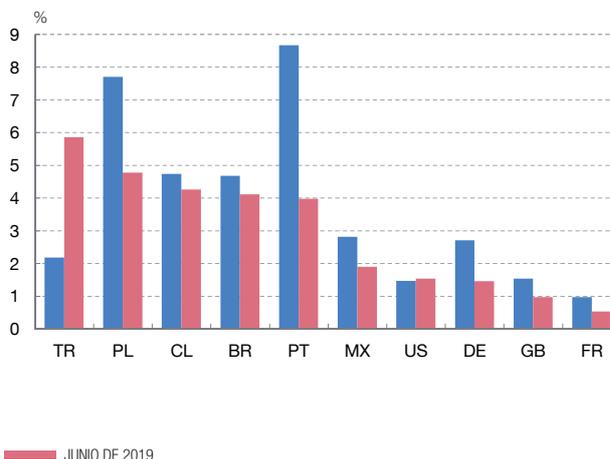
**en las nuevas entradas de dudosos.** En los seis primeros meses del año, las entradas en dudosos alcanzaron los 13,5 mm de euros (gráfico 2.5). Este comportamiento supone un incremento del flujo de entrada en dudoso respecto al importe de 12,4 mm de euros observado en el primer semestre de 2018. No obstante, las salidas a fallidos y recuperaciones han sido suficientes para compensar la evolución de las entradas, reduciéndose el volumen total de dudosos en el primer semestre de 2019.

**Por su parte, los activos adjudicados se redujeron en 3,3 mm de euros en los primeros seis meses de 2019.** De esta forma, se mantuvo la tendencia a la baja observada en los últimos años (gráfico 2.4). Desde los máximos alcanzados en 2011, los activos adjudicados se han reducido en un 50%. Respecto a su composición, los procedentes de crédito a construcción y promoción inmobiliaria siguen suponiendo más de la mitad, mientras los derivados del crédito a hogares para adquisición de vivienda redujeron algo su peso hasta situarse en el 26,2%.

**El activo total a nivel consolidado de las entidades de depósito españolas experimentó un crecimiento interanual del 3,4% en junio de 2019.** Esto fue resultado principalmente de la evolución de su actividad en el exterior, cuyos activos financieros (sobre todo préstamos) aumentaron un 10,5% en tasa interanual, mientras que en el caso de los negocios en España, los activos financieros

**EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS EN EL EXTERIOR****Datos consolidados**

En los últimos cuatro años los préstamos a Europa (sin Reino Unido) se han incrementado hasta alcanzar casi el 30 % de los préstamos en el exterior, mientras que los préstamos a Reino Unido y Latinoamérica se han reducido en 5 pp. Por su parte, las ratios de préstamos dudosos en el exterior mantienen su heterogeneidad entre países, habiéndose reducido con carácter general, excepto en Turquía, país donde la ratio se situó en el 5,9 % en junio de 2019.

1 EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS EN EL EXTERIOR (a)  
Junio de 2015 y Junio de 20192 EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS EN EL EXTERIOR  
Junio de 2015 y Junio de 2019

FUENTE: Banco de España.

a Se muestra a cada fecha el peso relativo de los préstamos en cada geografía sobre el total de préstamos fuera de España.

disminuyeron un 1,9 %. Esta diversificación geográfica de las entidades españolas sitúa los activos financieros en el exterior por encima del 50 % de los activos financieros totales en junio de 2019.

**Los préstamos en el exterior de las entidades españolas se concentran en Europa y Latinoamérica.** En los últimos cuatro años se ha reducido la relevancia de los préstamos en Reino Unido en casi 5 pp, mientras que la del resto de Europa ha aumentado en más de 10 pp hasta situarse en el 29,5 %. Por su parte, los préstamos en Latinoamérica han visto reducido su peso hasta situarse en junio de 2019 en el 25,5 % del total de préstamos en el exterior (gráfico 2.6).

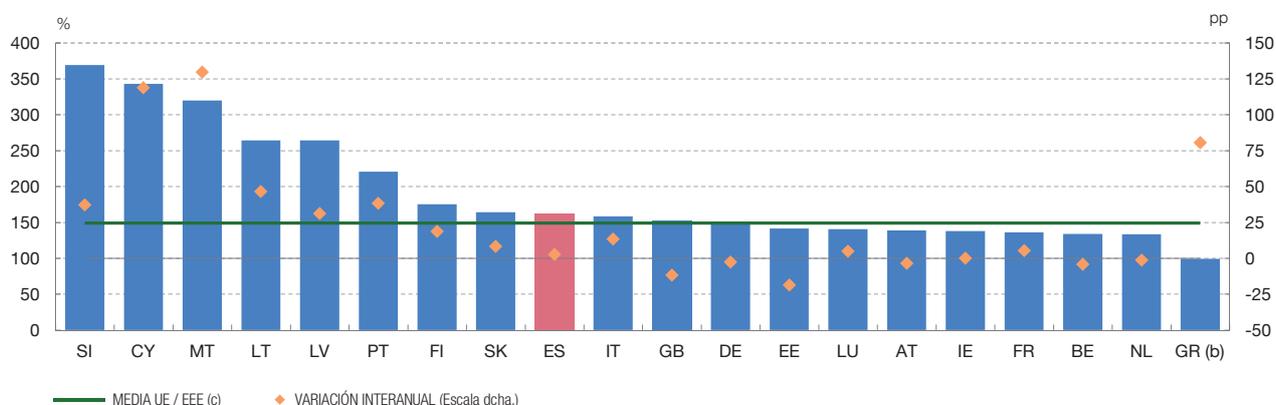
**Los activos dudosos totales a nivel consolidado, que incluyen tanto préstamos como deuda, se redujeron un 12,4 % en tasa interanual (anexo 1).** De esta forma, la ratio de morosidad total se redujo hasta el 3 %, 54 pb menos que en junio de 2018. En los últimos cuatro años, la reducción de dudosos en los préstamos en el exterior ha sido generalizada por jurisdicciones, con la excepción de Turquía donde la ratio de préstamos dudosos se situó en junio de 2019 en el 5,9 % (2,2 % en junio de 2015). El mayor descenso de la ratio se observó en Portugal, 4,7 pp, hasta situarla en el 4 % (gráfico 2.6).

Gráfico 2.7

## COMPARACIÓN EUROPEA DE LA RATIO DE COBERTURA DE LIQUIDEZ

### PAÍSES DEL MUS Y REINO UNIDO. Junio de 2019 (a)

La ratio de cobertura de liquidez a nivel europeo se situaba en junio de 2019 en el 149,2% (frente al 148,3% de junio de 2018). El conjunto de países de la UE presenta una ratio muy por encima del mínimo exigido del 100%, con la excepción de Grecia (país que, no obstante, ha aumentado significativamente la ratio en el último año).



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

- a Los datos se refieren a una muestra de 150 entidades, y la ratio LCR se calcula como media ponderada de las ratios de las entidades de cada país.
- b Debido a la crisis de la deuda soberana, los bancos griegos utilizaron su colchón de liquidez LCR, lo que resultó en niveles de la ratio LCR por debajo del requisito mínimo del 100% (desde diciembre de 2017, fecha en la que por primera vez Grecia informa sobre la ratio LCR, que se sitúa desde entonces por debajo del 100%). La posibilidad de monetizar activos líquidos durante períodos de tensión está prevista en el artículo 4(3) del Reglamento Delegado (UE) 2015/61 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014.
- c Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

## Condiciones de liquidez y financiación

**En junio de 2019, la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) de las entidades españolas se situó en el 162,2%.** De esta forma, supera con creces el mínimo regulatorio (100%) y también la media europea (149,2%). En concreto, de acuerdo con los datos de la Autoridad Bancaria Europea (ABE)<sup>1</sup>, la ratio de España sería superior a la de los principales países de la UE. La ratio LCR ha aumentado en los últimos 12 meses en Italia, España y Francia, mientras se ha observado una reducción de la liquidez de los bancos de Alemania y, particularmente, Reino Unido (gráfico 2.7).

**La liquidez proporcionada por el Eurosistema al sistema bancario probablemente aumente con las medidas de relajación monetaria recientemente aprobadas por el BCE.** De hecho, la decisión de reactivar las compras netas a partir del 1 de noviembre llevará a un aumento mensual del balance del Eurosistema de 20 mm de euros al mes, tras la estabilidad registrada desde principios de este año. Por su parte, las operaciones de financiación tampoco han variado significativamente su volumen puesto que, en su mayor parte, corresponden a las cuatro operaciones a largo plazo conocidas como TLTRO-II,

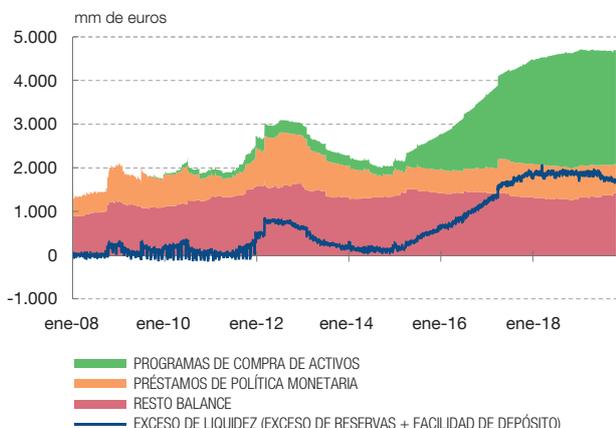
<sup>1</sup> Véase <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

Gráfico 2.8

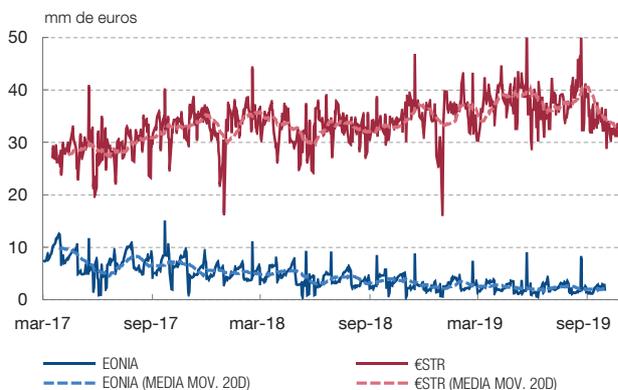
**FINANCIACIÓN MAYORISTA**

La actividad en los mercados monetarios no garantizados en el área del euro sigue siendo muy reducida, mientras que los mercados monetarios garantizados (repos) concentran de forma creciente la mayor parte del volumen negociado en los mercados europeos. En los tres primeros trimestres de 2019, las entidades españolas aumentaron su actividad emisora agregada respecto al mismo periodo de 2018.

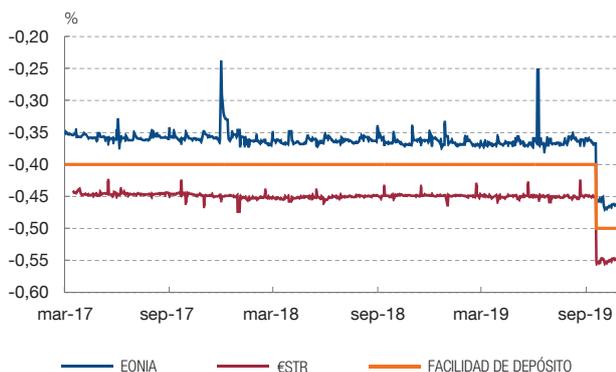
1 BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



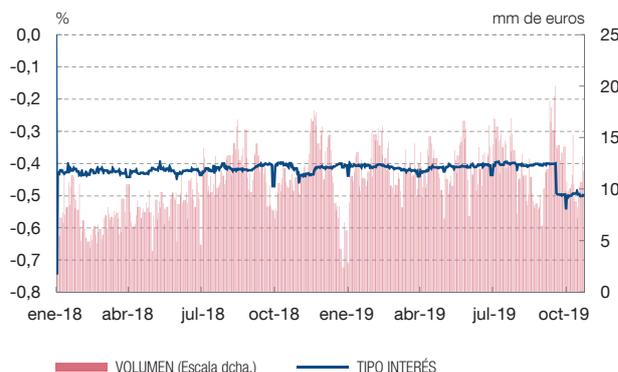
2 VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS MONETARIOS DE LA UE



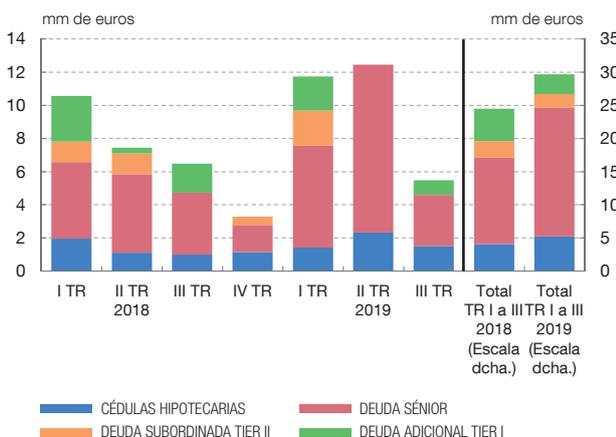
3 TIPOS DE LOS MERCADOS MONETARIOS DE LA UE



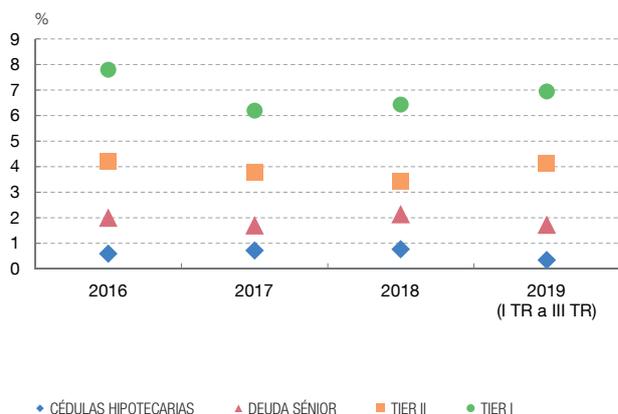
4 TIPO INTERÉS EN EL MERCADO REPO EUROPEO (GC POOLING EUR)



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



6 COSTE MEDIO DE LAS EMISIONES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS



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

a Se incluyen emisiones de cédulas hipotecarias, deuda sénior, deuda subordinada computable como capital de nivel 2 y deuda computable como capital adicional de nivel 1. No se incluyen emisiones retenidas.

cuyos vencimientos no se producirán hasta junio de 2020<sup>2</sup> (gráfico 2.8). En marzo de 2019 el Consejo de Gobierno del BCE decidió lanzar una nueva serie de siete operaciones trimestrales entre septiembre de 2019 y marzo de 2021 (TLTRO-III), cuyas condiciones iniciales fueron mejoradas en su reunión del 12 de septiembre. La primera subasta ha asignado un importe relativamente pequeño<sup>3</sup>, posiblemente porque las entidades acudieron a esta primera subasta sin conocer estas nuevas condiciones. El Recuadro 1.2 recoge en detalle las medidas aprobadas por el Consejo de Gobierno del BCE el pasado septiembre y sus implicaciones para la estabilidad financiera.

**La actividad en los mercados monetarios no garantizados en el área del euro sigue siendo muy reducida.** El volumen de contratación en el mercado puramente interbancario es muy escaso y sigue disminuyendo por los motivos ya analizados en anteriores IEF<sup>4</sup> (gráfico 2.8). Por el contrario, los depósitos en los bancos de las entidades financieras sin acceso a la facilidad del depósito del BCE son mucho mayores, lo que se refleja en un aumento del volumen medio de contratación referenciado al tipo €STR, que está creciendo hasta alcanzar en 2019 algo más de 37 mm de euros, frente a 2,5 mm de euros de los préstamos interbancarios referenciados al tipo EONIA<sup>5</sup>. Estas entidades cuentan con abundante liquidez, en parte como consecuencia de los programas de compras de activos del Eurosistema. Esto explica que el tipo €STR, que incluye también estas transacciones, esté por debajo del EONIA, que se calcula solo con los préstamos entre bancos, e incluso del tipo de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés). En cualquier caso, tanto el EONIA como el €STR han recogido en su totalidad la decisión del BCE de reducir en 10 pb el DFR<sup>6</sup> (gráfico 2.8).

**El Consejo de Gobierno de septiembre también decidió aplicar un sistema de remuneración en dos escalones a las reservas depositadas por las entidades de depósito en el banco central.** Esto implica que se les exime de pagar el tipo DFR (-0,5 %) a una cantidad igual a 6 veces las reservas mínimas, que se remuneran al tipo de las operaciones principales (0,0 %). Asumiendo que las reservas de las entidades españolas en esta facilidad de depósito no se vean alteradas, se estima un beneficio moderado por la introducción de este sistema de remuneración. Por su parte, para aquellas entidades con un exceso de reservas no exento, el efecto positivo estaría parcialmente mitigado por el descenso del tipo de la facilidad

2 Las entidades tienen la opción de amortización anticipada dos años después de la liquidación de cada operación, lo que explica el descenso del saldo vivo de estas operaciones desde los 723 mm de euros existentes en el IEF anterior.

3 3.396 millones de euros concedidos a 28 entidades.

4 En concreto, el exceso de liquidez existente en el sistema, el nuevo marco regulatorio y la preferencia por las operaciones repo garantizadas con colateral de calidad.

5 El mercado de referencia para la fijación del tipo €STR incluye todos los depósitos bancarios por parte de entidades financieras, no necesariamente bancos. Por el contrario, el tipo EONIA se fija tomando como referencia sólo operaciones interbancarias.

6 Decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 12 de septiembre de 2019.

de depósito hasta el  $-0,5\%$ , lo que llevaría a un efecto neto de las dos medidas anunciadas algo menor.

**Los mercados monetarios garantizados (repos) concentran de forma creciente la mayor parte del volumen negociado en los mercados monetarios europeos.** Las entidades gestionan en estos mercados sus necesidades crecientes de colateral que se derivan, en gran parte, de los cambios en la regulación bancaria, en un contexto de una oferta reducida de colateral por la escasez de emisiones y por los programas de compras del BCE. En este sentido, debe recordarse que a mediados de septiembre se produjo un tensionamiento en el mercado de repos en dólares americanos, cuando los tipos repo registraron un fuerte repunte que arrastró al tipo de referencia de la política monetaria de la FED hasta la banda alta de su rango objetivo (llegando a superarlo en algunos momentos). Este acontecimiento motivó la intervención de la FED<sup>7</sup> para que los tipos repo volvieran a niveles normales y su tipo de interés de referencia se mantuviera dentro del rango objetivo. El área del euro no se vio afectada y, de hecho, el tipo repo disminuyó siguiendo el recorte del DFR (gráfico 2.8).

**En los tres primeros trimestres de 2019, las entidades españolas aumentaron sus emisiones de instrumentos de deuda con respecto al mismo período de 2018.** No obstante, se observó una cierta heterogeneidad por tipo de instrumento de deuda, aumentando el volumen emitido de cédulas hipotecarias y, sobre todo, de deuda sénior (gráfico 2.8). Por el contrario, las emisiones de deuda subordinada, en especial la computable como capital adicional de nivel 1 (Tier 1), se redujeron respecto al mismo período del año anterior. Por su parte, el coste de las emisiones por tipo de instrumento registró una evolución inversa. Se incrementó el coste de la deuda subordinada, tanto la computable como capital de nivel 1 como de nivel 2, y se redujo el de la deuda sénior y las cédulas hipotecarias (gráfico 2.8).

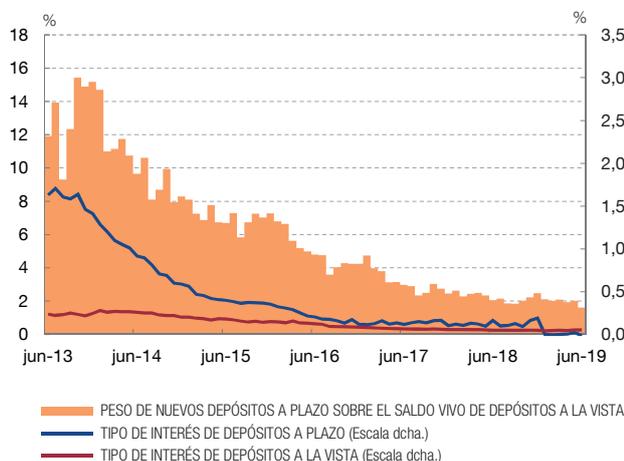
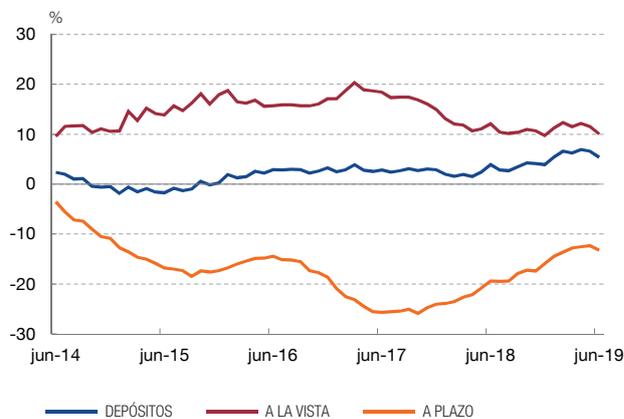
**El saldo vivo de los depósitos del sector privado residente continuó aumentando, impulsado por los depósitos a la vista.** El entorno de tipos de interés negativos está haciendo que la remuneración de los nuevos depósitos a plazo del sector privado residente se haya reducido significativamente desde 2015 hasta converger con los tipos de interés de los depósitos a la vista, en el entorno del  $0\%$ <sup>8</sup>. En consecuencia, no resulta sorprendente que el volumen de nuevos depósitos a plazo también haya caído, hasta situarse en junio de 2019 por debajo del  $2\%$  del saldo vivo de depósitos a la vista, frente a pesos superiores al  $15\%$  en 2013

7 Las intervenciones se hicieron mediante una serie de operaciones repo a un día y tres operaciones con un plazo de catorce días.

8 En el caso de las sociedades no financieras, se han llegado a observar tipos negativos. Sin embargo, esto parece algo excepcional, ya que el volumen de los nuevos depósitos a plazo es muy reducido (inferior a 5.000 millones de euros mensuales) frente a los depósitos captados a la vista (exceden los 200.000 millones euros), y corresponden a una operativa especializada.

**FINANCIACIÓN MINORISTA****Negocios en España, DI**

Los tipos de interés de los nuevos depósitos a plazo captados del sector privado residente se han reducido significativamente en los últimos años, hasta situarse en niveles cercanos al 0 %. Esta evolución del rendimiento de los depósitos ha venido acompañada de un menor volumen de nuevos depósitos a plazo, que han visto reducido su peso sobre el saldo vivo de depósitos a la vista. Asimismo, los saldos vivos de los depósitos a plazo también decrecen, aunque a menor ritmo que en años anteriores, mientras que los depósitos a la vista continúan creciendo.

1 DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Nuevas operaciones2 DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Saldos vivos. Tasa de variación interanual

FUENTE: Banco de España.

(gráfico 2.9). De esta forma, el saldo vivo de los depósitos a plazo alcanzó en junio de 2019 el 16,3 % del total, frente al 53,2 % en junio de 2013, presentando desde finales de 2014 tasas de variación interanuales inferiores al -10 %, frente a las tasas de crecimiento superiores al 10 % para los depósitos a la vista (gráfico 2.9).

## 2.1.2 Rentabilidad y solvencia

### Rentabilidad

**En la primera mitad de 2019, el resultado consolidado atribuido a la entidad dominante del conjunto del sistema bancario español se redujo un 11,5 % en tasa interanual.** De esta forma, las rentabilidades sobre activos (ROA) y sobre fondos propios (ROE)<sup>9</sup> se redujeron en 8 puntos básicos (pb) y 1 punto porcentual (pp), hasta el 0,49 % y el 6,6 %, respectivamente. Como se muestra en el gráfico 2.10,

<sup>9</sup> El cálculo de los ratios de ROA y ROE en esta sección utiliza en sus numeradores el beneficio neto atribuido a la entidad dominante. En sus respectivos denominadores, se emplea la media de cuatro trimestres del total activo (ROA) y de los fondos propios (ROE). Por su parte, la definición de ROA y ROE de la ABE utiliza el beneficio neto después de impuestos en los numeradores de estas ratios y, para los denominadores, la media entre el valor actual y el del año precedente del total activo (ROA) y del patrimonio neto (ROE). Por eso pueden existir pequeñas diferencias entre ellos. No obstante, en las comparaciones internacionales se usa la definición (gráfico 2.13) de la ABE, de forma que las ratios se calculan de forma homogénea por jurisdicciones.

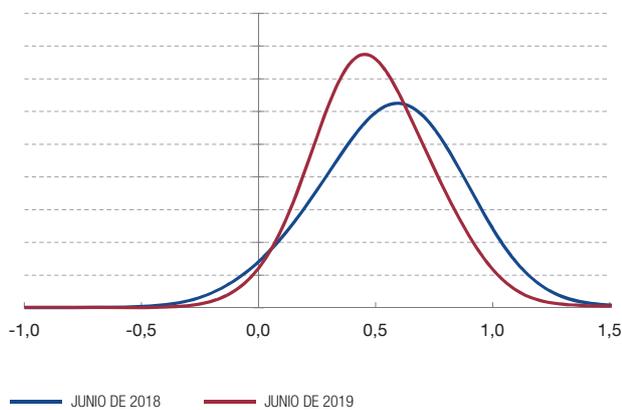
Gráfico 2.10

### DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD

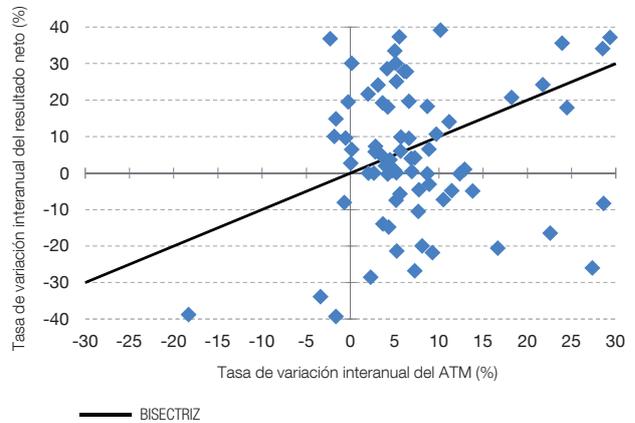
#### Datos consolidados

La reducción del ROA entre junio de 2018 y junio de 2019 es generalizada entre entidades. La mayor parte de las entidades ha mostrado un crecimiento interanual del ATM, si bien en una gran parte de ellas no se ha traducido en un aumento del resultado, o bien dicho aumento ha sido insuficiente para mantener la rentabilidad del activo.

1 DISTRIBUCIÓN DEL ROA (%) (a)



2 VARIACIÓN DEL ATM Y VARIACIÓN DEL RESULTADO. JUNIO DE 2019



FUENTE: Banco de España.

a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la rentabilidad sobre activos para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el importe de activos totales medios. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

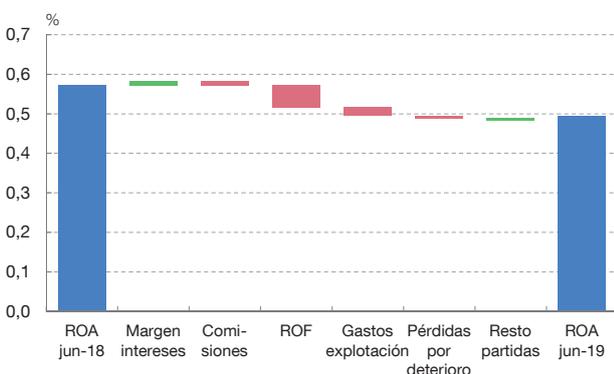
Gráfico 2.11

### COMPONENTES DE LA RENTABILIDAD

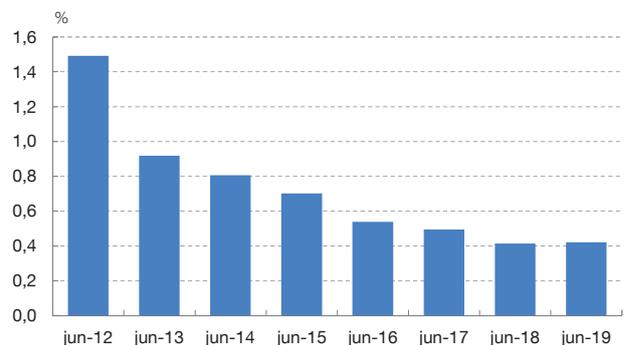
#### Datos consolidados

La caída del ROF, el aumento de los gastos de explotación y el incremento de las pérdidas por deterioro son los principales determinantes de la caída en el beneficio en la primera mitad de 2019. Las pérdidas por deterioro aumentan después de seis años de continua caída.

1 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO  
Porcentaje sobre ATM del resultado consolidado atribuido a la entidad dominante (a)



2 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) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2019 respecto a junio de 2018.

la reducción del ROA ha sido generalizada entre entidades, pero mayor para las que eran más rentables. El gráfico 2.10 también muestra que el retroceso del ROA en muchas entidades se debió a que la expansión de sus activos en el período no vino acompañada de una mejora suficiente de resultados que sostuviera su rentabilidad.

**La disminución del beneficio se explica por una reducción significativa del resultado de operaciones financieras (ROF), al tiempo que aumentaban los gastos de explotación extraordinarios y, por primera vez desde 2012, las pérdidas por deterioro** (gráfico 2.11). El ROF se redujo un 33 % (6 pb en términos de ATM), lo que resultó en un ligero descenso, del 0,3 %, del margen bruto. Los gastos de explotación se incrementaron casi un 4 %, provocando una caída del margen de explotación del 4,5 %. El aumento de los gastos de explotación en el último año se debió, en buena medida, a los acuerdos laborales para reducir personal en algunas entidades. Adicionalmente, las pérdidas por deterioro, que venían cayendo de manera ininterrumpida desde el año 2013, aumentaron un 3,9 %. Por su parte, el margen de intereses registró un aumento cercano al 3 %, mientras que las comisiones netas se mantuvieron relativamente estables.

**En los negocios en España, desde finales de 2013 se observa un estancamiento de los gastos de explotación.** Esto está haciendo que las ratios de eficiencia y de gasto de explotación sobre total activo se hayan deteriorado de forma generalizada por entidades. En concreto, el gráfico 2.12 muestra cómo la ratio de eficiencia a nivel individual, sin tener en cuenta indemnizaciones por despidos, ha aumentado (empeorado) en torno a nueve puntos porcentuales desde 2014, hasta situarse en el 56,2 %. Asimismo, la ratio de gastos de explotación sobre activo total también ha aumentado en la mayoría de las entidades. En cuanto a su composición, el gráfico 2.12 muestra que se ha reducido el peso de los gastos de personal, y ha aumentado el peso de los gastos de informática y comunicaciones, servicios subcontratados y amortizaciones, reflejando en cierta medida el proceso de digitalización y transformación tecnológica que están abordando las entidades. La palanca de los gastos de explotación es una de las más importantes sobre las que las entidades tienen un control directo para aumentar la rentabilidad de su negocio.

**Las entidades españolas en junio de 2019 seguían presentando una rentabilidad consolidada superior a la media europea.** Los datos de la ABE referidos a junio de 2019 (últimos publicados)<sup>10</sup> muestran que España se situaba por encima de las mayores jurisdicciones europeas (gráfico 2.13), con la excepción de Italia. Por su parte, la ratio de eficiencia a nivel consolidado de las entidades españolas se situaba entre las más bajas (mejores) de Europa. El Recuadro 1.2 analiza en detalle el impacto de las nuevas medidas de política monetaria

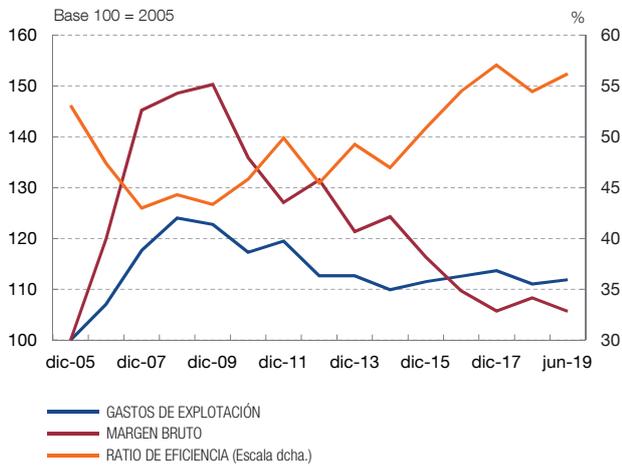
<sup>10</sup> Véase <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

Gráfico 2.12

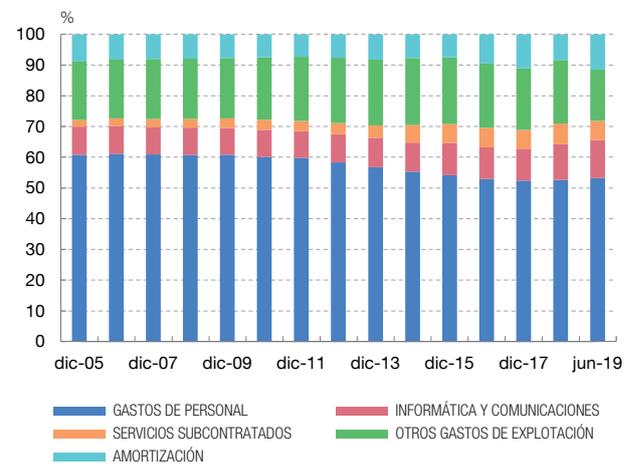
**GASTOS DE EXPLOTACIÓN Y RATIO DE EFICIENCIA**  
**Negocios en España, DI**

La ratio de eficiencia (excluyendo las indemnizaciones por despido) a nivel individual de las entidades de depósito en sus negocios en España ha aumentado (empeorado) desde 2014. Este aumento ha venido acompañado de un mayor peso de los gastos de explotación sobre el activo total de las entidades de depósito. En estos años ha aumentado el peso de los gastos de informática y comunicaciones, servicios subcontratados y amortización sobre el total de gastos de explotación, reduciéndose el peso de los gastos de personal.

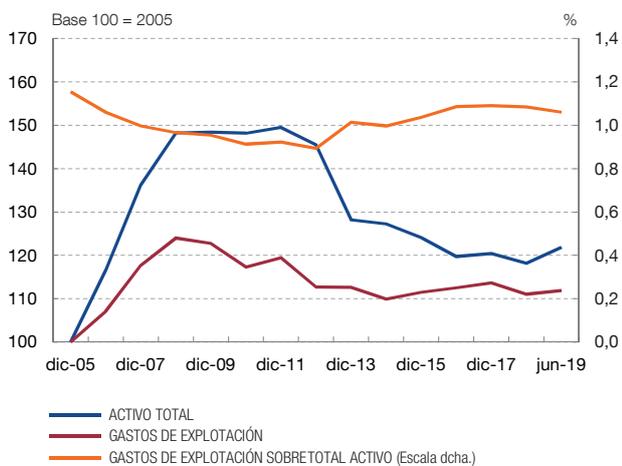
1 EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA (a)



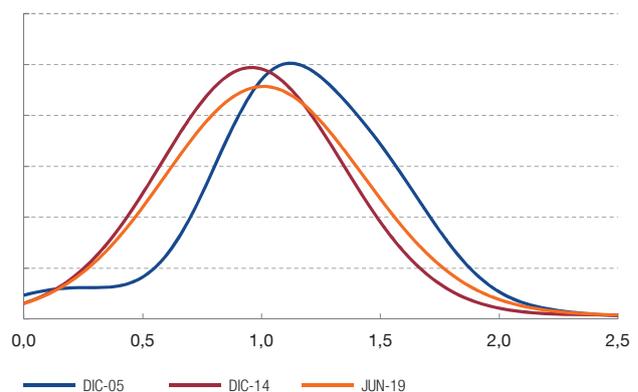
2 GASTOS DE EXPLOTACIÓN



3 RATIO DE GASTOS DE EXPLOTACIÓN SOBRE ACTIVO TOTAL



4 DISTRIBUCIÓN DEL PESO DE LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN SOBRE EL ACTIVO TOTAL (b)



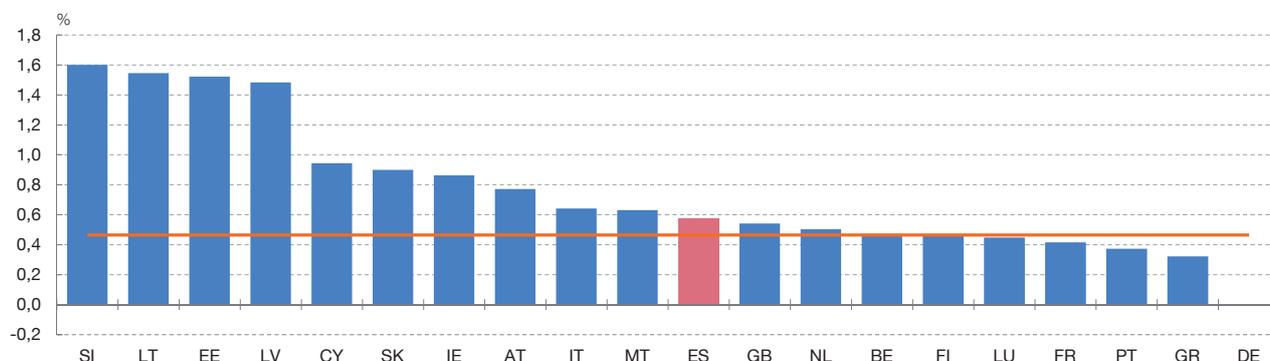
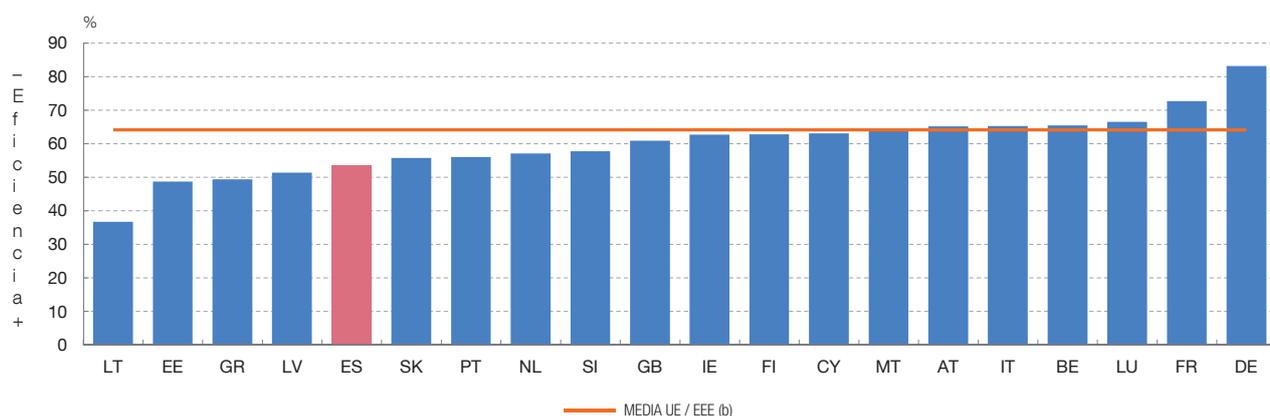
FUENTE: Banco de España.

- a La ratio de eficiencia se define como el cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto. Los datos de junio de 2019 se han anualizado.
- b Este panel muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) del porcentaje de los gastos de explotación sobre el activo total para las entidades de depósito españolas. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

anunciadas por el BCE en septiembre de 2019 sobre los márgenes de intereses de las entidades de depósito, más allá del moderado impacto positivo asociado al escalonamiento de los tipos de la facilidad de depósito del BCE. Un análisis de la comparativa de rentabilidad entre bancos europeos y estadounidenses y cómo se valora por el mercado puede verse en el Recuadro 2.1.

**COMPARACIÓN EUROPEA DE MEDIDAS DE RENTABILIDAD Y EFICIENCIA****PAÍSES DEL MUS Y REINO UNIDO. Junio de 2019****Datos consolidados**

La ratio de rentabilidad sobre activos de las principales entidades de depósito españolas se sitúa por encima de la media europea (0,47 %) y de las principales economías de la UE. Por su parte, la ratio de eficiencia es de las más bajas (mejores) de la UE, situándose ligeramente por encima del 50 %.

**1 RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS****2 RATIO DE EFICIENCIA (a)**

**FUENTE:** Autoridad Bancaria Europea (ABE).

**a** La ratio de eficiencia se define como el cociente entre los gastos de administración y amortización y el resultado neto de explotación.

**b** Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

## Solvencia

**La ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1), el capital de mayor calidad, aumentó 36 pb en el último año, hasta situarse en el 12,2% en junio de 2019.**

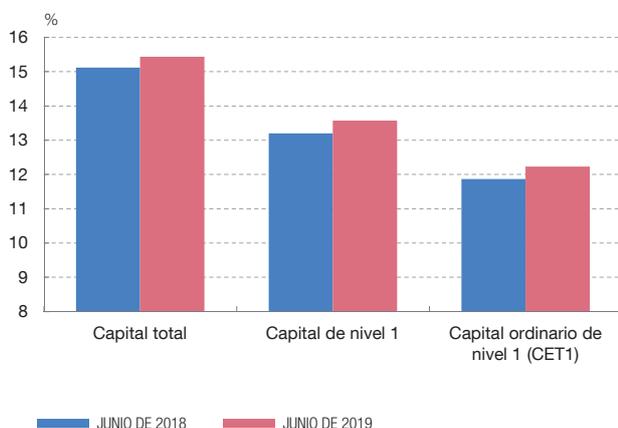
En la misma línea, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total subieron en 37 y 32 pb<sup>11</sup>, hasta situarse en el 13,6 % y 15,4 % respectivamente (véase gráfico 2.14).

<sup>11</sup> Por su parte, la ratio CET1 *fully-loaded* se situaba en junio de 2019 en el 11,9%, habiendo aumentado en 0,5 pp desde junio de 2018. Debido a la implementación casi plena del régimen de Basilea 3 en junio de 2019, la diferencia entre la ratio de CET1 (aplicando el calendario de *phase-in* marcado por la regulación) y su versión *fully-loaded* (aplicación de la normativa al final del calendario de implementación) es reducida.

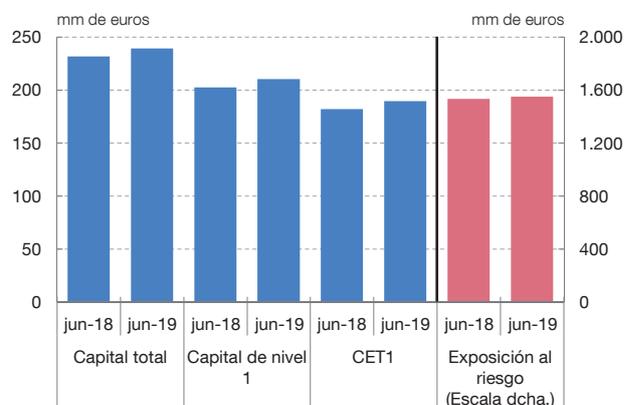
**CAPITAL Y ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO****Datos consolidados**

Entre junio de 2018 y junio de 2019, la ratio de CET1 aumentó 36 pb hasta situarse en el 12,2 %. Asimismo, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total aumentaron en magnitudes similares en el último año. Por su parte, los activos ponderados por riesgo crecieron un 1,1 % en el último año.

1 RATIOS DE CAPITAL



2 NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



FUENTE: Banco de España.

Esta mejora de la solvencia de las entidades se produjo en un contexto de aumento de los activos ponderados por riesgo (1,1 % en tasa interanual), y a pesar del impacto negativo de la introducción de la NIIF 16 sobre criterios para el reconocimiento, valoración y presentación de los contratos de arrendamiento que se estima en -9 pb de CET1 en el promedio del sector.

**Las dos mayores entidades del sistema bancario español fueron las principales responsables de la mejora de la ratio de CET1.** En el gráfico 2.15 se puede ver cómo en el último año hubo más entidades que aumentaron su ratio de CET1 de las que la disminuyeron, aunque la diferencia no es elevada. Por lo que respecta a su composición, el capital y las reservas suponen más del 90 % de los elementos computables del CET1. Precisamente, el aumento de las reservas explica la mayor parte del incremento registrado en la solvencia. Los intereses minoritarios representan el 6 %, mientras que los ajustes transitorios, como consecuencia de la implantación prácticamente completa de la CRR/CRDIV, ya solo presentan un peso del 2 %. La mayor parte de las deducciones corresponden al fondo de comercio y otros activos intangibles (gráfico 2.15).

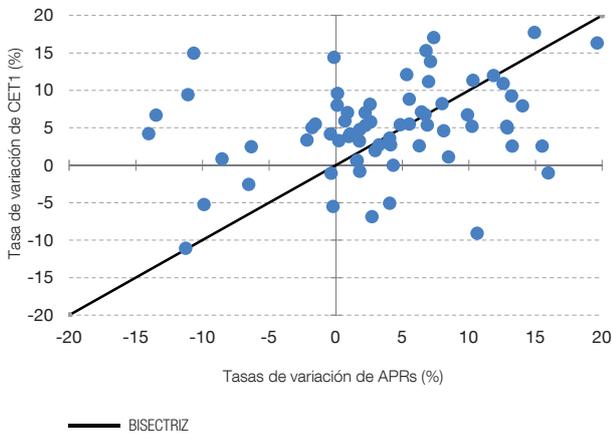
**A pesar de todo, en junio de 2019 las entidades españolas mantenían, en media, niveles de solvencia menores en comparación con el resto de países europeos.** El gráfico 2.16 presenta la comparativa europea de dos medidas de solvencia, la ratio de CET1 (panel 1) y la ratio de apalancamiento (panel 2), con los

**VARIACIÓN Y COMPOSICIÓN DE LA RATIO DE CAPITAL ORDINARIO DE NIVEL 1**

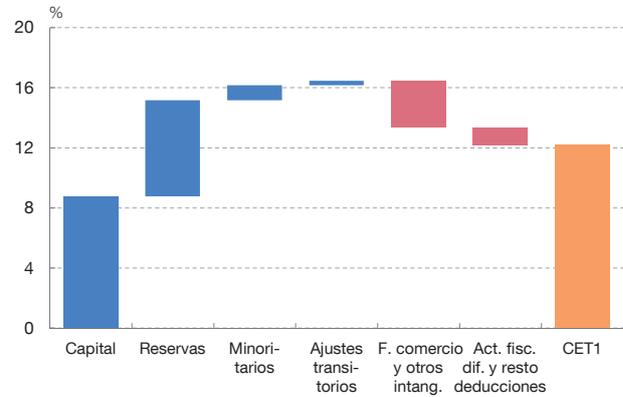
**Datos consolidados**

En términos de entidades, aunque no hay una gran diferencia, el número de las que aumentaron su ratio de CET1 durante el último año fue superior al de las que lo redujeron. Los principales componentes del CET1 son los instrumentos de capital y las reservas, que representan más del 90 % de sus elementos computables.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CET1 Y DE LOS APRs ENTRE JUNIO DE 2018 Y JUNIO DE 2019 (a)



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



FUENTE: Banco de España.

a Los puntos situados por encima de la bisectriz presentan crecimientos (descensos) del volumen de CET1 en el último año superiores (inferiores) al crecimiento (descenso) del volumen de APRs por lo que se corresponderían con aumentos de la ratio de CET1 entre junio de 2018 y junio de 2019. Lo contrario ocurre para los puntos situados por debajo de la bisectriz.

últimos datos publicados por la ABE<sup>12</sup>. Las entidades españolas presentan una ratio de capital de máxima calidad CET1 casi 3 pp por debajo de la media europea, aunque por encima del mínimo regulatorio exigido. En cuanto a la ratio de apalancamiento, España se situaba por encima de las mayores jurisdicciones europeas, pero, aun así, en la parte baja del *ranking*.

**Una de las razones de la menor ratio de CET1 de las entidades españolas respecto a sus homólogas europeas es el uso más intensivo de los bancos españoles del enfoque estándar (SA por sus siglas en inglés) en el cálculo de los requerimientos de capital.** El enfoque SA considera unas ponderaciones por riesgo para las distintas carteras que son idénticas para todas las entidades, y generalmente más elevadas que las que aplican en sus propios modelos internos (IRB por sus siglas en inglés). En varios IEF anteriores se ha documentado abundantemente la existencia de una relación positiva entre el uso del método SA y la mayor densidad<sup>13</sup> de los activos ponderados por riesgo (APRs) con respecto al uso de modelos internos<sup>14</sup>.

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

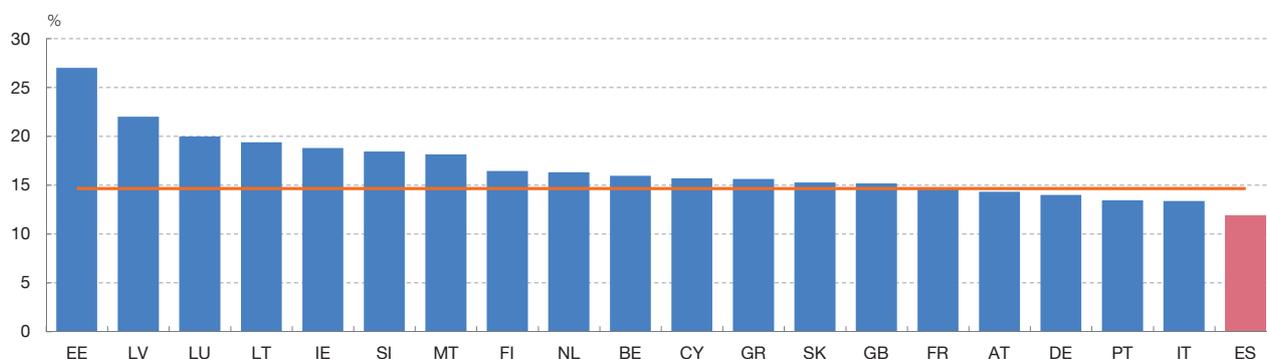
13 La densidad de APRs de una cartera se define como la ratio del volumen de activos ponderados por riesgo y el volumen bruto (sin aplicar ponderaciones de riesgo) de dichos activos.

14 Véanse IEF de mayo de 2018 e IEF de mayo de 2017.

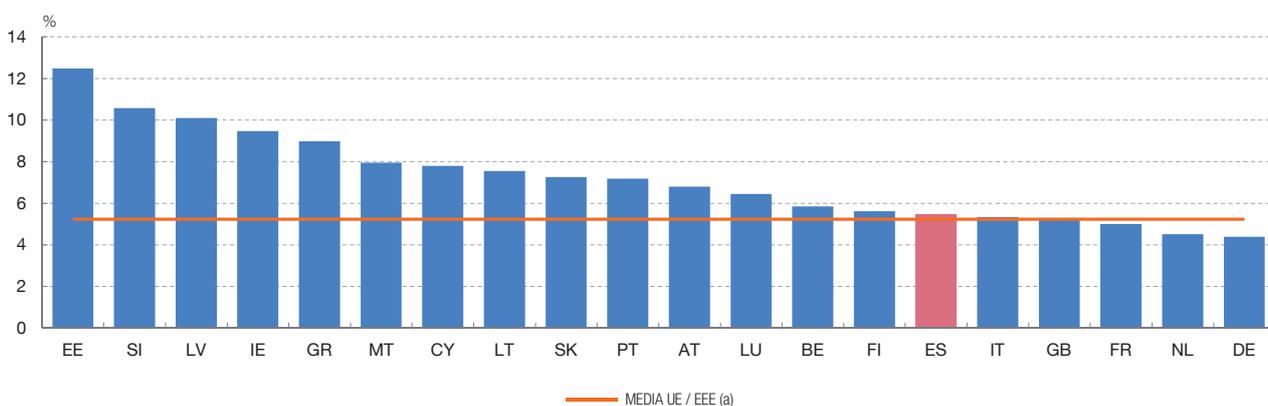
**COMPARACIÓN EUROPEA DE MEDIDAS DE SOLVENCIA****PAÍSES DEL MUS Y REINO UNIDO. Junio de 2019****Datos consolidados**

La ratio de CET1 de las principales entidades de depósito españolas se sitúa en el último lugar, mientras que la ratio de apalancamiento se sitúa ligeramente por encima de la media europea, y por delante de los principales países de la UE.

1 RATIO CET 1



2 RATIO DE APALANCAMIENTO



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

a Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

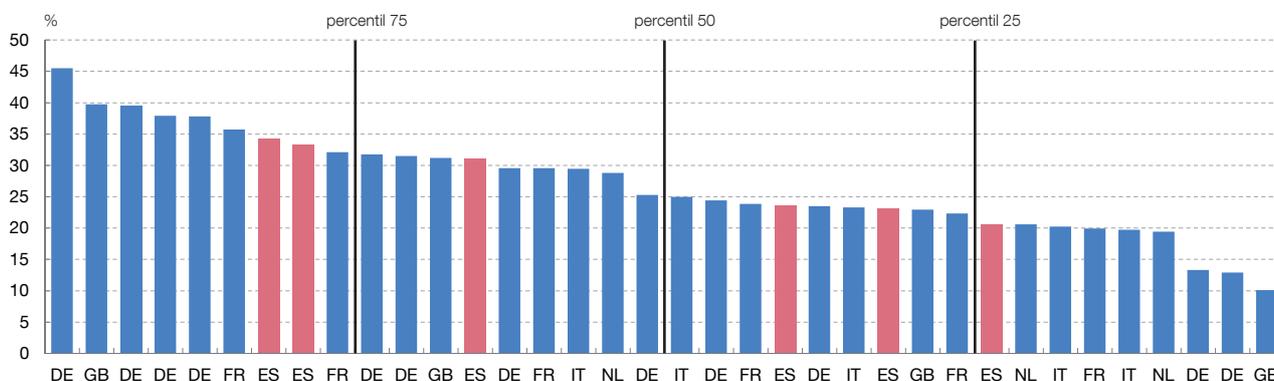
**En cambio, no parece que existan diferencias significativas en las densidades que se obtienen con modelos IRB entre los bancos españoles y los de otros países europeos.** Utilizando los datos del último ejercicio de transparencia publicado por la ABE en 2018 (datos hasta junio de 2018), se puede comparar la densidad de APRs media en carteras IRB para las entidades de los principales sectores bancarios europeos que participaron en este ejercicio. Las entidades españolas que utilizan modelos internos (IRB) para la gestión del riesgo de crédito se distribuyen de forma relativamente homogénea entre las entidades europeas en términos de densidad de APRs (gráfico 2.17). En definitiva el análisis de las densidades en la cartera de crédito del sector privado de las entidades que utilizan modelos IRB no contribuye a explicar la posición relativa de las entidades españolas en el *ranking* de solvencia europeo.

Gráfico 2.17

**COMPARACIÓN EUROPEA DE LA DENSIDAD DE LOS APRs EN LA CARTERA IRB (a)  
PRINCIPALES PAÍSES DEL MUS Y REINO UNIDO. Junio de 2018**

**Datos consolidados**

La densidad de los APRs en carteras IRB presenta una elevada heterogeneidad, tanto entre los principales sectores bancarios de la UE como a nivel de las entidades que utilizan modelos internos en la gestión del riesgo crediticio. Las entidades españolas que utilizan modelos IRB se distribuyen de forma relativamente uniforme entre los distintos rangos de densidad de APRs.



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

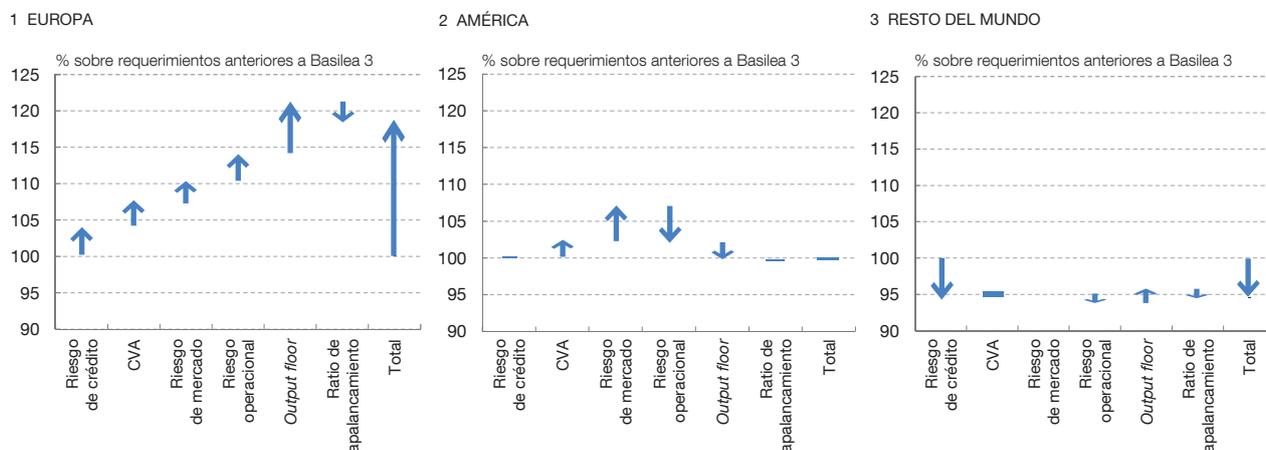
a Densidad ponderada de las principales carteras crediticias (empresas, minorista y garantizada por bienes inmuebles) de las entidades participantes en el ejercicio de transparencia de la ABE que utilizan modelos avanzados, IRB, en la gestión del riesgo de crédito.

**La reforma del marco de Basilea 3 acordada en 2017 introduce restricciones a los modelos IRB, en particular, un suelo agregado a los requerimientos de capital (*output floor*, por su denominación en inglés).** Entre otras importantes medidas, la reforma de Basilea 3 introduce restricciones a los modelos que utilizan las entidades para valorar los riesgos en que incurren (límites a su uso y sobre los parámetros estimados en el método basado en calificaciones internas de riesgo de crédito), mejoras en la sensibilidad al riesgo del método estándar de riesgo de crédito y, de particular relevancia, un suelo agregado a los requerimientos de capital. Esta cuantificación del riesgo es un elemento clave para determinar los APRs, que son la base del cálculo de los requerimientos de capital de las entidades.

**El *output floor* trata de establecer un límite a los beneficios que un banco puede conseguir usando modelos IRB, por lo que tiene mayor impacto en jurisdicciones con uso más intensivo de este tipo de modelos.** Cabe señalar que el nuevo *output floor* sustituye el actual suelo de Basilea 2 con un diseño más robusto y sensible al riesgo, basado en los métodos estándar revisados de Basilea 3. De esta forma, el *output floor* intenta poner un límite a los beneficios que un banco puede obtener por el uso de modelos internos para el cálculo de los requerimientos de capital mínimos, ayudando a mejorar la comparabilidad, credibilidad y transparencia de las ratios de capital, y, en definitiva, contribuir a asegurar la igualdad de condiciones, en cuanto al cálculo de requerimientos de capital se refiere, entre bancos.

**IMPACTOS EN LOS REQUERIMIENTOS MÍNIMOS CONSECUENCIA DE LA APLICACIÓN DE BASEILEA 3****Variación sobre requerimientos actuales (a)**

El análisis de impacto de la reforma del marco de Basilea 3 muestra que el mayor impacto en Europa proviene del suelo sobre los requerimientos de capital (*output floor* por su denominación en inglés), que trata de establecer un límite a los beneficios que un banco puede conseguir usando modelos IRB, para asegurar así la igualdad de condiciones entre bancos.



FUENTE: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

a La longitud y sentido de cada flecha indican el tamaño y signo de la variación relativa de los requerimientos de capital como consecuencia del impacto de Basilea 3 sobre los correspondientes conceptos indicados en el eje horizontal. El punto de llegada de cada flecha indica la variación relativa resultante de acumular los impactos de Basilea 3 sobre su concepto correspondiente en eje horizontal, y sobre todos los conceptos a la izquierda de éste.

**El análisis de las reformas de los requisitos de capital muestra que el mayor impacto en Europa proviene del suelo agregado a los requerimientos de capital** (gráfico 2.18). Para evaluar el impacto de estas medidas en los requerimientos de capital de los bancos, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) y la ABE han llevado a cabo sendos ejercicios de análisis de impacto (QIS) sobre la nueva regulación prudencial. El último informe regular de seguimiento del BCBS presenta estos impactos agregados por bancos internacionalmente activos de tres áreas geográficas: Europa, América y resto del mundo.

**Los mayores impactos por el suelo a los requerimientos de capital para la muestra de países y bancos utilizada, se concentran en Suecia, Dinamarca y Alemania, de acuerdo con el informe de julio 2019 publicado por la ABE<sup>15</sup>.** Otros países donde el suelo a los requerimientos representa una proporción significativa del impacto de la reforma de Basilea 3 son Finlandia, Irlanda, Holanda, Francia y Bélgica. Dichos impactos tienden a concentrarse en un conjunto

15 Informe en respuesta a la solicitud de consejo emitida por la Comisión Europea donde se estudia el impacto de las reformas a Basilea 3.

relativamente reducido de bancos donde la diferencia entre los cálculos de capital bajo modelos internos y los resultantes de la aplicación de los métodos estándar es mayor. Estos impactos estimados podrían ser menores ya que asumen que las entidades mantienen inalterados otros colchones de capital que tienen en la actualidad, por ejemplo, requerimientos de capital por Pilar 2 (P2R y P2G, por sus siglas en inglés), requerimientos combinados y colchones voluntarios.

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

**La metodología de pruebas de resistencia del Banco de España, FLESB, acrónimo de *Forward Looking Exercise on Spanish Banks*, ha sido aplicada sobre el horizonte 2019-2021 para medir la capacidad de resistencia de las entidades bancarias españolas en términos de solvencia y liquidez.** El Banco de España ha diseñado el FLESB como una metodología «*top-down*», en la que un conjunto de modelos desarrollados internamente son aplicados a la información disponible a través del reporte regulatorio y supervisor<sup>16</sup>. En el presente ejercicio, se ha incorporado, entre otros desarrollos, un análisis más completo de las exposiciones soberanas.

**El escenario base del ejercicio de solvencia se corresponde con las proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicadas en el primer semestre de 2019.** En el escenario adverso se produce un deterioro de la actividad económica y una corrección del valor de los activos financieros en línea con la identificación de riesgos de este IEF. Es necesario tener en cuenta que el escenario adverso no refleja las expectativas económicas de las autoridades españolas sino que se basa en supuestos hipotéticos para evaluar la resistencia del sector bancario, es decir, es un escenario con una muy baja probabilidad de ocurrencia. Igualmente, es importante destacar que en el último ejercicio de previsión del Banco de España se han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento por lo que el escenario base utilizado en el ejercicio sería ligeramente optimista. Por último, cabe subrayar que estos escenarios tienen un alcance global, incluyendo proyecciones no sólo para la economía española, sino también para el conjunto de países relevantes para los bancos españoles.

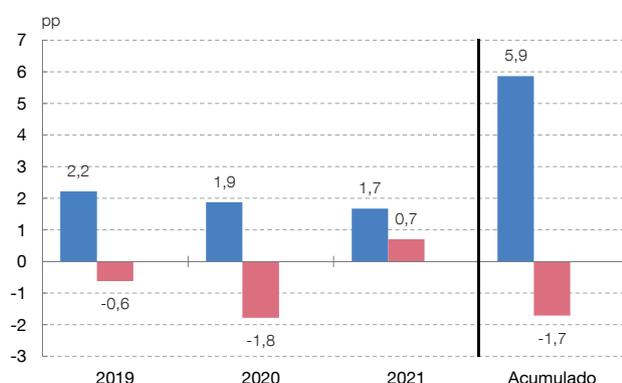
**El escenario base asume una desaceleración moderada del PIB en el período 2019-2021 y el escenario adverso considera una recesión en 2019-2020.**

<sup>16</sup> El enfoque «*bottom-up*» es una aproximación alternativa a las pruebas de resistencia del sector bancario, en el que son las propias entidades las que ejecutan las estimaciones, aplicando sus propios modelos y bases de datos. El ejercicio de stress test bienal de la ABE ha venido utilizando un enfoque «*constrained bottom-up*», donde las entidades aplican un enfoque «*bottom-up*» parcialmente restringido por las guías metodológicas fijadas por la ABE.

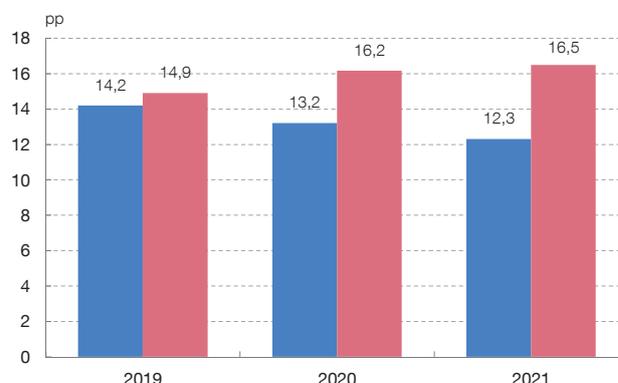
**ESCENARIOS MACROECONÓMICOS**

La distinta naturaleza de los escenarios se refleja en la evolución de las variables macro que los definen. En el escenario base se captura una senda de crecimiento con una ligera desaceleración y un pequeño repunte del tipo de interés. Por el contrario, en el escenario adverso se materializa una marcada contracción de la actividad acompañada por un alza significativa del tipo de interés.

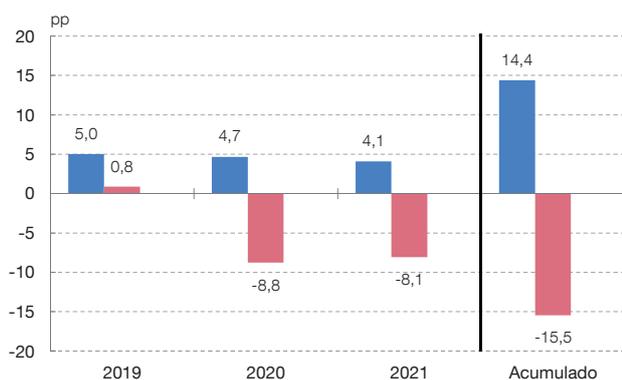
1 PREVISIÓN DE TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO



2 PREVISIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO



3 PREVISIÓN DE TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO



4 PREVISIÓN DEL TIPO INTERBANCARIO A TRES MESES BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO



■ BASE ■ ADVERSO

FUENTE: Banco de España.

En concreto, en el escenario base el PIB acumularía un crecimiento del 5,9 % en tres años, frente al descenso de 1,7 % del escenario adverso (gráfico 2.19). Esto supone una diferencia de 7,6 pp, algo más exigente en términos de severidad que la diferencia de 7,4 pp en el ejercicio FLESB de 2018, cuyos escenarios coincidían con los aplicados en el ejercicio de estrés a nivel europeo ejecutado por la ABE. La evolución de la tasa de paro y de los precios de la vivienda en los escenarios es consistente con esta evolución del PIB. Así, la tasa de paro se reduce hasta el 12,3 % en el escenario base, pero sube al 16,5 % en el adverso. Y el precio de la vivienda se reduce un 15,5 % en el escenario adverso frente a un crecimiento acumulado del 14,4 % en el base. Por último, el tipo de interés interbancario a 3 meses presenta una diferencia entre escenario base y adverso de 70 pb en el año 2021, recogiendo

el incremento general de los tipos de interés<sup>17</sup> que supondría la materialización del riesgo de subida de las primas de riesgo, implicando también un deterioro del valor de los instrumentos de renta fija y variable.

**Para el análisis de liquidez, los escenarios se definen en términos de los coeficientes de salida de fondos aplicados a la ratio LCR (*Liquidity Coverage Ratio*, por sus siglas en inglés).** En concreto, el escenario base utiliza los coeficientes regulatorios de salidas de fondos a 30 días fijados por el BCBS y la ABE. El escenario adverso lo define el Banco de España introduciendo estrés adicional en esos coeficientes, según la experiencia histórica acumulada en España<sup>18</sup>. La fecha de referencia es diciembre de 2018.

### Resultados con la metodología FLESB. Solvencia

**Las 57 entidades incluidas en el ejercicio se dividen en tres grupos en función de su ámbito supervisor y actividad internacional.** El primer grupo lo forman las entidades españolas bajo supervisión directa del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) con actividad internacional significativa, el segundo grupo cubre el resto de entidades españolas significativas bajo supervisión directa del MUS, y, finalmente, el tercer grupo reúne al resto de entidades. Las entidades en el tercer grupo tienen menor complejidad y tamaño, están bajo supervisión directa del Banco de España y no cuentan con actividad internacional significativa<sup>19</sup>. Esta segmentación responde a las diferencias en modelos de negocio y fuentes de riesgo de las entidades, y coincide con la empleada en los ejercicios FLESB de años anteriores.

**El grupo de entidades supervisadas por el MUS con actividad internacional significativa<sup>20</sup> muestra una mejora de 1,2 pp en su ratio CET1 bajo el escenario base y una caída de 0,4 pp en el escenario adverso.** El gráfico 2.20 muestra los resultados para el primer grupo de entidades. En este caso, se incorporan también en el impacto en la solvencia estimaciones sobre la evolución de los negocios fuera de España. Como se puede apreciar, las pérdidas brutas en España en el escenario base (4,2 % sobre APRs), son absorbidas por el uso de provisiones existentes (2,7 % sobre APRs) y la generación de resultados (5,2 % sobre APRs). El resto de impactos tiene un efecto negativo sobre la ratio de solvencia (2,5 %), debido al crecimiento del crédito, que se traslada a mayores APRs, y al efecto de los impuestos y las distribuciones de resultados. La severidad de las condiciones macroeconómicas en el escenario adverso provoca una mayor generación de pérdidas (6,6 %),

17 En este tipo de ejercicios, se asume que las políticas económicas no reaccionan, en particular la política monetaria.

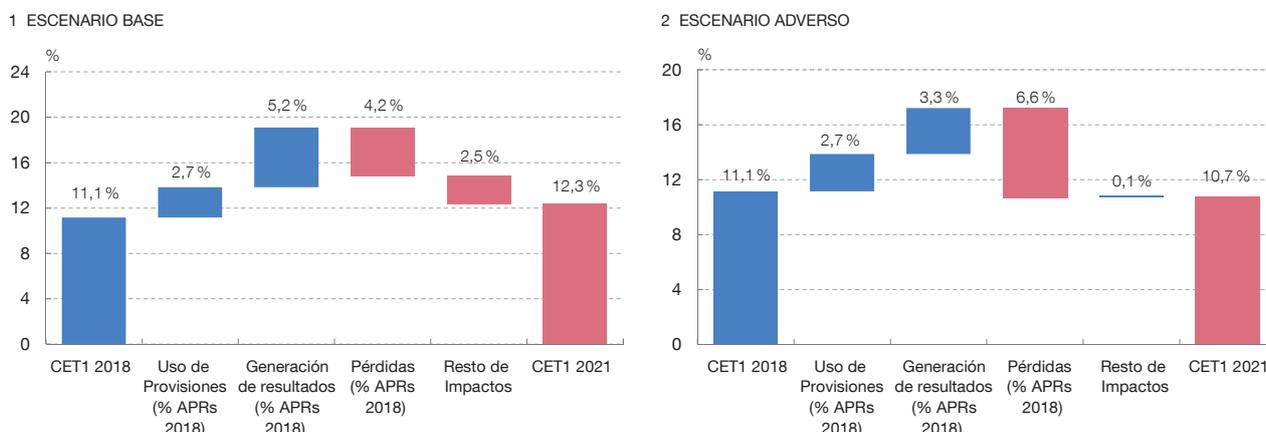
18 Para el escenario adverso se han empleado los mismos coeficientes de salida de fondos que los considerados en el ejercicio pasado. Véase el IEF, Banco de España, noviembre 2018, página 78.

19 Para más información puede consultarse el IEF, Banco de España, noviembre 2018, página 76.

20 Véase el IEF, Banco de España, noviembre de 2017, nota a pie 7 del capítulo 2.

### IMPACTO EN RATIO CET1 FL ENTIDADES CON ACTIVIDAD INTERNACIONAL SIGNIFICATIVA

Las entidades con exposición internacional significativa mantienen un nivel de solvencia sólido incluso al final del escenario adverso. A ello contribuye un volumen de pérdidas contenido y una generación de beneficios robusta, ambas características favorecidas por la diversificación geográfica.



FUENTE: Banco de España.

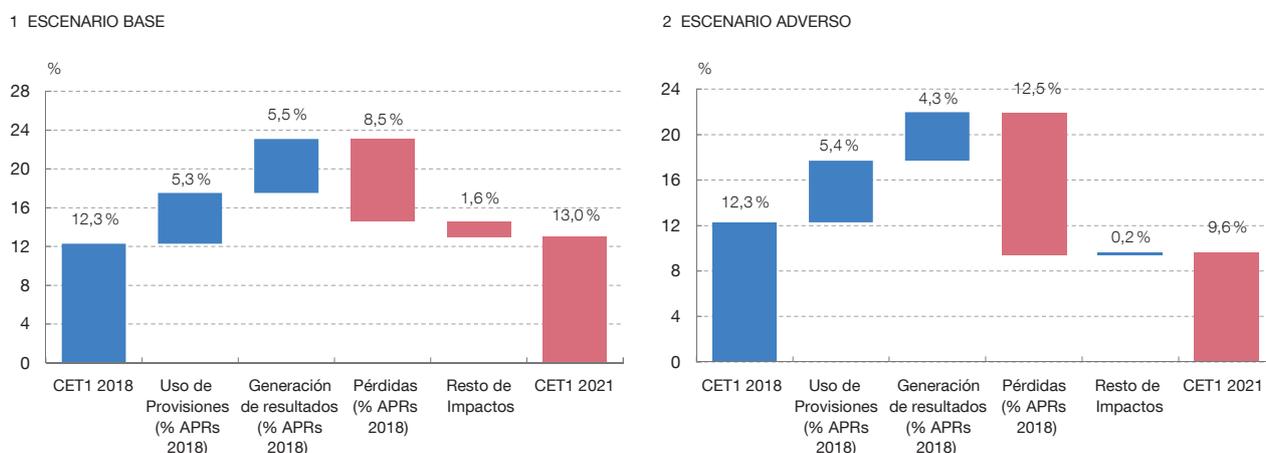
que no pueden ser plenamente absorbidas por el uso de las provisiones existentes (2,7 %) ni por los resultados generados (3,3 %), por lo que la solvencia se reduce. Nótese que, en este escenario, el resto de impactos tienen una contribución ligeramente positiva (0,1 %), debido a que el crédito disminuye y las cargas fiscales y distribuciones de resultados se reducen en gran medida por la ausencia de beneficios.

**Para el resto de entidades bajo la supervisión del MUS, el escenario base genera una mejora de la ratio CET1 de 0,7 pp y una caída de 2,7 pp en el escenario adverso.**

El gráfico 2.21 muestra que este grupo parte de una posición de solvencia más favorable que las entidades con actividad internacional significativa, con una ratio de CET1 al inicio de 12,3 %. No obstante, su evolución durante el ejercicio es menos favorable, tanto en el escenario base, donde la ratio CET1 en 2020 sube en 0,7 pp (frente a 1,2 pp del primer grupo), como en el adverso, donde cae 2,7 pp (frente a 0,4 pp). En el escenario adverso, se produce un aumento muy significativo del volumen de pérdidas (12,5 % sobre APRs), de forma que los elementos de absorción disponibles son claramente insuficientes para cubrirlas, tanto el uso de provisiones (5,4 % sobre APRs) como el resultado generado (4,3 % sobre APRs). Este peor comportamiento relativo se debe a que estas entidades no se benefician de la diversificación internacional del primer grupo, que ha probado ser una fuente resistente de generación de resultados durante la crisis previa. La concentración de su negocio en España, donde el escenario adverso prevé una notable caída de la actividad económica y de los precios de los inmuebles, les impacta significativamente vía exposiciones de riesgo de crédito y activos adjudicados.

### IMPACTO EN RATIO CET1 FL RESTO DE ENTIDADES MUS

Pese al aumento significativo de las pérdidas en el escenario adverso, causadas principalmente por una mayor exposición al riesgo inmobiliario, el resto de entidades MUS soporta adecuadamente este escenario y mantiene al final del ejercicio una ratio CET1 por encima de los umbrales mínimos exigibles.



FUENTE: Banco de España.

### Las entidades bajo supervisión nacional directa<sup>21</sup> aumentan su ratio CET1 en 1 pp en el escenario base, mientras que en el adverso la caída es de 0,6 pp.

Estas entidades presentan un comportamiento más favorable que las anteriores a pesar de que su actividad también se concentra en España porque su cartera presenta menos riesgo de crédito y tiene menor exposición al sector inmobiliario. El gráfico 2.22 muestra que en el escenario adverso el volumen de pérdidas (9,7 % sobre APRs) excede el de los elementos que pueden absorberlas, provisiones (5,6 %) y generación de beneficios (3,3 %), con una contribución positiva (0,2 %) del resto de impactos. La ratio CET1 de llegada al final del ejercicio es de 16,5 %, la más alta de los tres grupos, influida por una ratio CET1 inicial del 17,1 %.

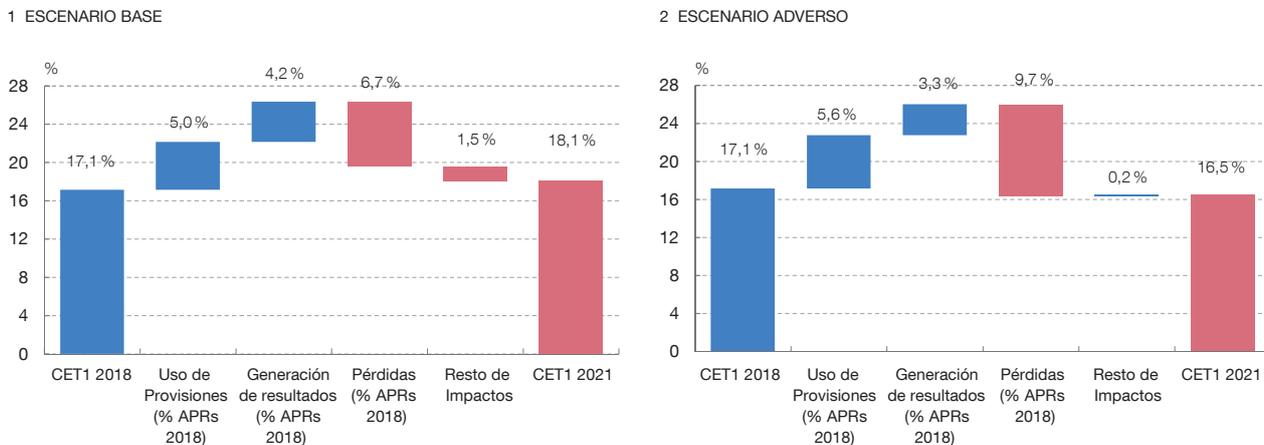
### En consecuencia, las entidades de depósito españolas en los tres grupos mencionados presentan a nivel agregado una posición de solvencia adecuada ante la materialización de los riesgos identificados en el escenario adverso.

En relación con el ejercicio del año anterior, se observa un menor impacto del escenario adverso, a pesar de ser ligeramente más exigente. Ello se debe principalmente a que las pérdidas son menores, fruto de la mejora de la calidad crediticia del activo y la reducción de la exposición al riesgo inmobiliario. Cabe destacar, no obstante, que la generación de resultados agregada de todos los grupos es ligeramente inferior a la del año pasado, lo que evidencia el entorno de rentabilidad ajustada en el que operan las entidades españolas en la actualidad.

<sup>21</sup> Se considera en este IEF una muestra de 45 LSI (*Less Significant Institutions*, de acuerdo a la clasificación supervisora del MUS), que incluye a las cajas y cooperativas de crédito, así como a otras entidades menos significativas (OLSI).

### IMPACTO EN RATIO CET1 FL ENTIDADES MENOS SIGNIFICATIVAS

El grupo de entidades bajo supervisión nacional directa conserva un nivel de solvencia muy alto en el escenario adverso. A ello contribuye un perfil de riesgo más conservador, lo que se traduce en un volumen de pérdidas menos significativo que el observado para el resto de entidades MUS, si bien a cambio de una generación de beneficios comparativamente menor.



FUENTE: Banco de España.

**A pesar de estos resultados, las entidades no deben relajarse en sus esfuerzos para elevar su nivel de solvencia.** Debe tenerse en cuenta que existe cierta heterogeneidad entre las entidades que forman cada grupo. Además, existe la posibilidad de que una entidad padezca un *shock* idiosincrásico adicional al *shock* sistémico plasmado en el escenario adverso, así como de que el riesgo se materialice en un deterioro económico aún más severo que el aquí considerado. De hecho, las actuales proyecciones macroeconómicas del Banco de España son algo más pesimistas que el escenario base utilizado para el ejercicio FLESB. Los ejercicios de estrés son una herramienta complementaria, no sustitutiva, de otros elementos del análisis de riesgo del Banco de España, y en particular, de la supervisión microprudencial de las entidades de depósito. Todo ello aconseja que las entidades sigan una política prudente y responsable de fortalecimiento de su capital en la medida en que los beneficios generados en un entorno macroeconómico favorable lo permitan.

#### Análisis de sensibilidad. Exposiciones soberanas

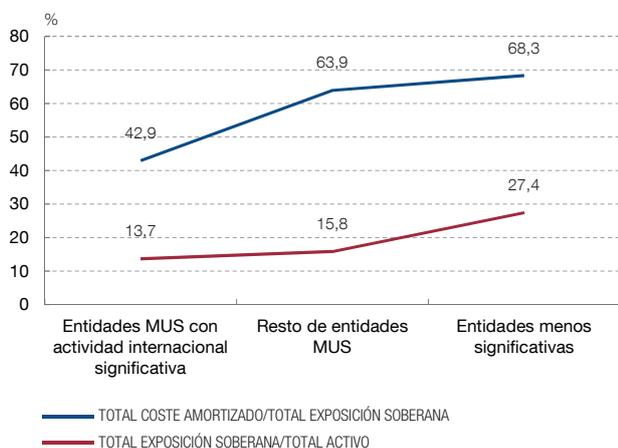
**A partir de este test de estrés, se ha llevado a cabo un ejercicio complementario de análisis de sensibilidad.** Su objetivo es evaluar el efecto que tiene en los resultados de la prueba de solvencia la clasificación contable de la cartera de deuda soberana entre exposiciones con criterio de coste amortizado y de valor razonable.

**La deuda soberana que tienen las entidades puede estar contabilizada a valor razonable o al coste amortizado.** En el primer caso, los cambios de su valor de

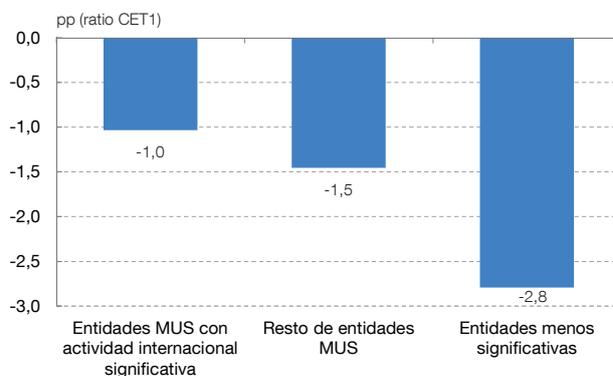
**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD A LA CLASIFICACIÓN CONTABLE DE EXPOSICIONES SOBERANAS**

Las entidades bajo supervisión nacional directa son, con diferencia, las más sensibles a la clasificación contable de la exposición soberana, seguidas del resto de entidades MUS y por último de las entidades con actividad internacional significativa. La mayor sensibilidad es el resultado de un mayor peso de las exposiciones soberanas sobre el total activo, así como de un mayor peso de las exposiciones bajo criterio de coste amortizado.

1 EXPOSICIONES SOBERANAS (a)  
Diciembre 2018



2 SENSIBILIDAD A LA CLASIFICACIÓN CONTABLE DE LA EXPOSICIÓN SOBERANA (b), ESCENARIO ADVERSO. VARIACIÓN DE RATIO CET1



FUENTE: Banco de España.

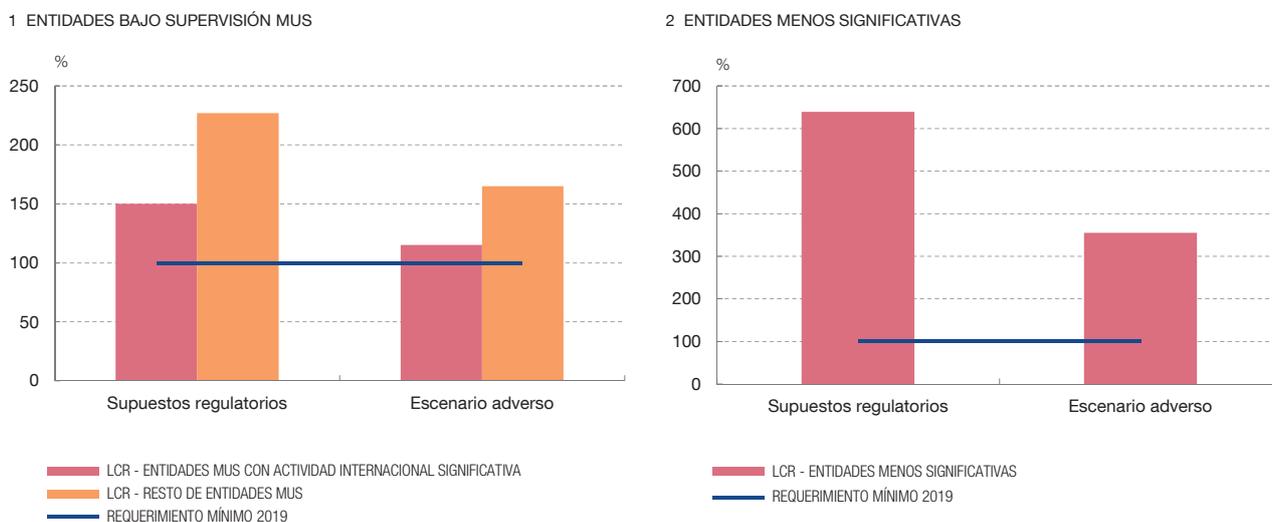
- a Para diciembre de 2018, se presenta para cada grupo de entidades el porcentaje de la exposición soberana que se clasifica en carteras bajo criterio de coste amortizado (esto es, que no se clasifica bajo criterio de valor razonable), así como la ratio entre exposición soberana y total activo.
- b Para el horizonte 2019-2021, se presenta para cada grupo de entidades el consumo adicional en pp de ratio de CET1 que resultaría bajo el escenario adverso si la exposición soberana bajo criterio de coste amortizado fuera reclasificada bajo criterio de valor razonable.

mercado se trasladan de forma inmediata a la cuenta de resultados o al patrimonio de las entidades. Por el contrario, en el segundo caso la valoración de los títulos en el balance no está sujeta a revisiones continuas, dado que la entidad pretende mantener esos títulos hasta vencimiento. Esto es muy relevante para los ejercicios de estrés cuando uno de los riesgos que se materializan en el escenario adverso es una reducción del valor de estos activos. Por ello, en este ejercicio de sensibilidad se reproducen los resultados del ejercicio bajo la hipótesis de que toda la exposición soberana queda clasificada a valor razonable.

**El tratamiento de toda la exposición soberana a valor razonable produciría una disminución general de la ratio CET1 en el escenario adverso.** En concreto, el gráfico 2.23 muestra una reducción adicional de 1 pp en la ratio CET1 de las entidades que tienen actividad internacional, de 1,5 pp en el resto de entidades MUS, y de 2,8 pp en las entidades bajo supervisión nacional directa. La intensidad de los impactos adicionales depende de dos factores. Por un lado, del peso relativo de la exposición soberana sobre el total activo (13,7 %, 15,8 % y 27,4 %, respectivamente). Por otro lado, del peso relativo de las carteras con tratamiento a coste amortizado sobre el conjunto de la exposición soberana (42,9 %, 63,9 % y 68,3 %, respectivamente). Son estas exposiciones bajo criterio de coste amortizado

**IMPACTO SOBRE LA RATIO LCR**

La holgada liquidez de partida con la que cuentan todos los grupos de entidades les permite conservar la ratio LCR por encima del umbral exigible del 100 % en el escenario adverso, para el que se aplican unos coeficientes de salidas de fondos aún más penalizadores que los definidos en la formulación regulatoria original.



FUENTE: Banco de España.

las que se ven afectadas por el análisis de sensibilidad al ser reclasificadas bajo criterio de valor razonable.

### Resultados con la metodología FLESB. Liquidez

**La ratio LCR agregada para cada grupo de entidades se sitúa por encima de los requerimientos mínimos (100 %) en el escenario adverso.** Como también sucedía el año pasado, destaca especialmente la posición de liquidez de las entidades menos significativas, que, incluso en el escenario adverso, presentan una ratio de 355 % (gráfico 2.24). En términos generales, ello se debe a la significativa cartera de activos de baja rentabilidad pero elevada liquidez con la que cuentan.

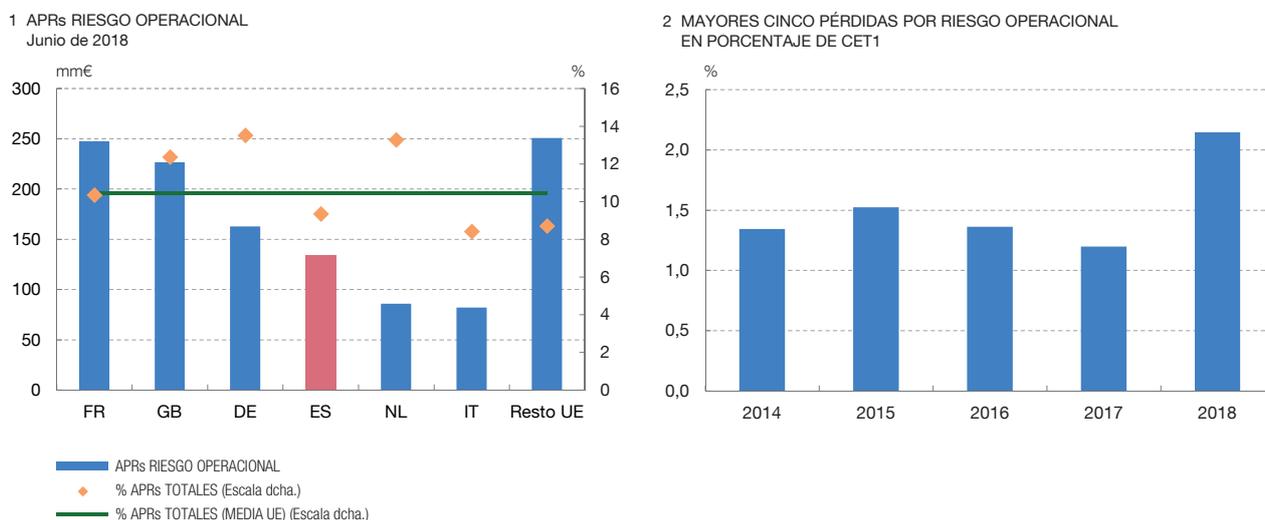
#### 2.1.4 Evolución de los riesgos operacionales

**El riesgo operacional representa un 9,3% del volumen de APRs de las entidades de depósito españolas.** El sector bancario español ocupaba en junio de 2018 el cuarto puesto del *ranking* en volumen de APRs vinculados al riesgo operacional (134 mm euros) de acuerdo con los datos del último ejercicio de transparencia de la ABE (gráfico 2.25). En relación al total de APRs, el riesgo operacional de los bancos españoles se sitúa en el 9,3 %, por debajo de la media

## RIESGO OPERACIONAL. PRINCIPALES PAÍSES DEL MUS Y REINO UNIDO

### Datos consolidados

Los APRs por riesgo operacional se sitúan a nivel europeo por debajo del 15 % de los APRs totales a junio de 2018. España ocupa el cuarto puesto en el *ranking* por volumen de APRs, si bien el peso de los APRs por riesgo operacional sobre los APRs totales se sitúa en el 9,3 %, por debajo de la media europea (10,5 %), y del que presentan los principales países europeos. Por otro lado, el porcentaje sobre CET1 de las cinco mayores pérdidas por riesgo operacional registradas a nivel europeo se ha mantenido relativamente estable entre 2014 y 2017 (entre el 1,2 % y 1,5 %), aunque con un importante repunte en 2018 (2,1 %).



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

europea (10,5 %), y de los mayores países. El deterioro de la solvencia asociado a un evento de riesgo operacional puede ser elevado de acuerdo con la experiencia histórica. De hecho, para los bancos europeos afectados por los mayores eventos operacionales, se mantiene por encima de 1,25 pp de CET1 en los últimos cinco años, observándose un repunte hasta 2,1 pp en 2018.

### La potencial materialización de costes asociados a riesgos legales continúa contribuyendo al riesgo operacional de las entidades de depósito españolas.

Los procesos vinculados a litigios pasados tales como el de las cláusulas suelo, que han tenido un coste estimado para el sector de más de 2.200 m de euros hasta junio de 2019, ya se han realizado, pero existe la posibilidad de que haya nuevos litigios. Así, en 2018 se ha producido un importante incremento de las reclamaciones al Banco de España relacionadas con tarjetas de crédito, así como de los litigios sobre los términos de contratos de crédito *revolving*, en particular las tarjetas de pago aplazado. Esto sugiere un potencial aumento de la litigiosidad en este segmento del negocio bancario.

### Continúa pendiente la resolución por parte del TJUE de la cuestión prejudicial sobre el uso del índice IRPH (Índice de Referencia de Préstamos

**Hipotecarios) como referencia en contratos de préstamos hipotecario con tipo de interés variable.** El paso previo a la resolución, la publicación de las conclusiones sobre la cuestión del Abogado General del TJUE, se produjo el 10 de septiembre, pero no debe olvidarse que estas conclusiones no determinan la resolución final del TJUE.

**Otros riesgos operacionales, señalados en el anterior IEF, son los relacionados con el proceso del Brexit, la transición en los sistemas de liquidación europeos y de los índices de referencia continúan vigentes.** El proceso del Brexit sigue planteando algunas cuestiones sobre la operativa de las entidades de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés) que se han considerado en el Recuadro 1.1. La consolidación de TARGET2 y TARGET2-Securities planificada para 2021 continúa siendo un reto tecnológico y la transición del EONIA al €STR debe completarse en 2020.

**La reforma del Euribor introduce mejoras metodológicas para hacerlo más robusto y que refleje de forma adecuada las condiciones de financiación en el mercado interbancario.** El Reglamento sobre índices de referencia de la Unión Europea impone unas condiciones que afectan al Euribor y que deben cumplirse para que pueda utilizarse en instrumentos y contratos financieros más allá de 31 de diciembre de 2021. En este sentido, la reforma del Euribor hacia una metodología híbrida<sup>22</sup>, desarrollada por su administrador EMMI, fue autorizada el pasado mes de julio por la autoridad belga FSMA, por lo que podrá ser utilizada desde el 1 de enero de 2020 en los contratos e instrumentos nuevos y existentes. En consecuencia, la implementación gradual de la nueva metodología deberá estar concluida durante el cuarto trimestre de 2019.

**Los índices Euribor se basan en la contribución voluntaria de un panel de bancos.** En este sentido, un riesgo potencial sería que un número significativo de entidades decidieran dejar de participar. Para tener cubierta esa eventualidad, el artículo 28 del Reglamento exige a los bancos usuarios de cualquier índice de referencia que cuenten con planes detallados sobre las medidas a tomar si el índice de referencia deja de elaborarse, indicando uno o varios índices alternativos. Por eso, un grupo de trabajo formado por representantes de grandes bancos europeos está afrontando la transición del EONIA, que se prevé que desaparezca en enero de 2022, al €STR y para la introducción de índices de reserva para todos los índices utilizados<sup>23</sup>.

22 Según esta metodología, los 18 bancos que contribuyen al panel seguirán el siguiente orden a la hora de suministrar la información: i) utilización de datos sobre transacciones, ii) realización de estimaciones en caso de no disponer de suficientes datos, iii) utilización de datos de otros mercados.

23 El 14 de marzo de 2019 el WG-RFR publicó su recomendación de una metodología basada en cotizaciones de OIS para establecer una estructura de tipos basada en €STR como alternativa para los contratos ligados al Euribor.

**Por último, es necesario destacar la creciente importancia de los riesgos relacionados con la ciberseguridad para el sector financiero.** La innovación tecnológica y los cambios en las expectativas de los clientes, que esperan productos personalizados y disponibilidad multicanal y continua de nuevos servicios, han forzado a las entidades financieras a evolucionar sus sistemas tecnológicos. Esto ha obligado con frecuencia a adoptar tecnologías no suficientemente probadas y a una creciente dependencia de servicios proporcionados por terceros, lo que difumina el perímetro de la organización que es necesario proteger. En el caso de los servicios en la nube se observa además que la concentración en un número reducido de proveedores, no regulados ni supervisados, aumenta y pasan a convertirse en puntos críticos de la infraestructura financiera.

**Los costes asociados a la materialización de los ciberriesgos incluyen tanto el impacto económico directo como daños indirectos asociados a la pérdida de confianza y a las interconexiones entre entidades.** Las pérdidas económicas directas, como consecuencia de la materialización de estos ciberriesgos, se asociarían a la incapacidad de proporcionar servicios a sus clientes o incumplir sus obligaciones contractuales o legales, con el consiguiente impacto reputacional e incremento de litigios. La prevención de estos incidentes también tiene asociado un aumento del gasto en infraestructura y la necesidad de contar con personal cualificado. Si se considera el elevado nivel de interconexiones entre los distintos participantes del sector, los ciberriesgos pueden llegar a afectar a la estabilidad del sistema en su conjunto.

**Existe ya un conjunto de normas regulatorias a nivel europeo orientado a prevenir y mitigar los ciberriesgos, si bien existe cierta fragmentación que puede restar eficacia a su aplicación.** El conjunto de normas incluye la Directiva de Protección de Infraestructuras Críticas, el Reglamento de Protección de Datos Personales (RGPD), la Directiva de Seguridad de la Información y las Redes (NISD) y la Directiva de Servicios de Pago (PSD2).

**La multiplicidad de normas sobre ciberriesgos hace que las entidades financieras tengan que notificar incidentes de ciberseguridad a múltiples autoridades.** En concreto, un incidente de este tipo que afecte a una entidad española considerada infraestructura crítica y que tuviera impacto sobre datos personales de usuarios de pagos, obligaría a la entidad a notificar a las siguientes autoridades nacionales y europeas: i) en virtud de la NISD, se debe notificar a INCIBE-CERT (Ministerio de Economía y Empresa) y al ser una infraestructura crítica tomaría control el CNPIC (Ministerio del Interior); ii) las normas PSD2 y RGPD obligarían respectivamente la comunicación al Banco de España y a la Agencia Española de Protección de Datos; iii) la normativa de supervisión bancaria obligaría la notificación al MUS si se trata de una entidad calificada como significativa. Estas obligaciones de notificación tienen diferentes umbrales temporales y formularios de envío, lo que aumenta el riesgo de descoordinación y el esfuerzo administrativo vinculado al incidente.

## 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

### 2.2.1 Sector financiero no bancario

**El sector financiero no bancario analizado en esta sección ha mostrado un perfil más expansivo en los últimos años.** En el entorno de bajos tipos de interés dominante en los últimos años, el comportamiento de los establecimientos financieros de crédito, las compañías de seguros, los fondos de inversión y los fondos de pensiones analizados en esta subsección, muestra, en líneas generales, un incremento de la actividad, con niveles de rentabilidad generalmente positivos.

#### Establecimientos financieros de crédito

**Los establecimientos financieros de crédito (EFC) son entidades especializadas en la concesión de créditos, que no pueden captar depósitos del público.** Son particularmente relevantes en el segmento de crédito al consumo, en el que concentran alrededor del 50 % del total de su cartera. Muchos de los EFC, representando el 80 % del crédito total de estas entidades, forman parte de grupos bancarios nacionales. A nivel agregado representan el 4 % del crédito al sector privado y el 23 % del crédito al consumo.

**En los últimos años, y en contraste con el descenso observado en las entidades de depósito, el crédito concedido por los EFC ha venido creciendo de forma sostenida, con tasas interanuales que se han mantenido en el entorno del 10 %.** Así, en junio de 2019 el crédito total al sector privado residente creció un 11 % con respecto al mismo mes del año anterior, acelerándose ligeramente con respecto a trimestres anteriores (gráfico 2.26).

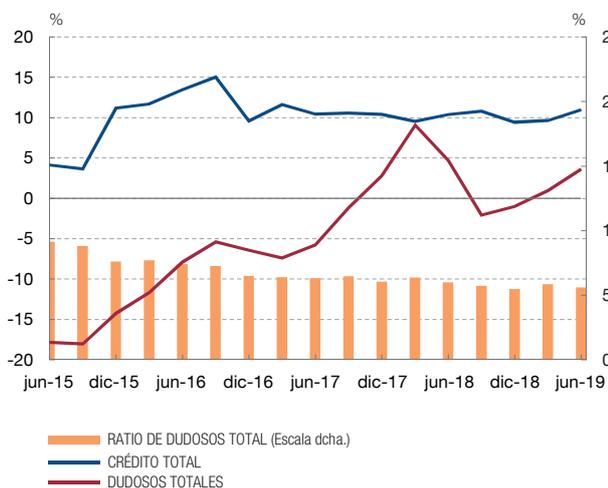
**Los créditos dudosos de estas entidades, por su parte, han pasado de registrar caídas importantes a variaciones interanuales positivas.** Esto es fruto de la especialización de los EFC en segmentos de negocio más arriesgados, como es el crédito al consumo. No obstante, la ratio de dudosos se ha mantenido contenida por el momento, debido a los fuertes incrementos registrados en el denominador de la ratio (crédito).

**La rentabilidad de estas entidades se sitúa ampliamente por encima de la observada en las entidades de depósito en sus negocios en España.** La cuenta de resultados de los EFC se ha mantenido estable en los últimos años, destacando el peso del margen de intereses y un crecimiento de los ingresos por comisiones que han compensado el importante incremento de las pérdidas por deterioro de los últimos trimestres.

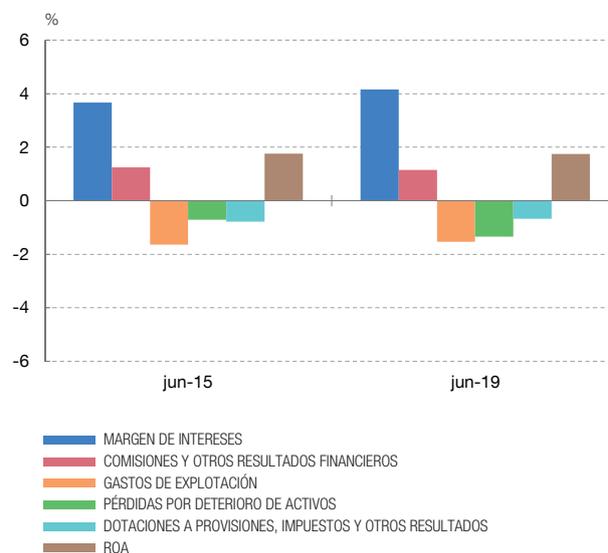
**ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO****Negocios en España. DI**

En los últimos años, en contraste con las entidades de depósito, el crédito concedido por los EFC ha venido creciendo de forma sostenida, con tasas interanuales que se han mantenido en el entorno del 10 %. Por su parte, los créditos dudosos han pasado de registrar caídas importantes a variaciones interanuales positivas.

1 CRÉDITO Y DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE  
Tasas de variación y ratio de dudosos



2 CUENTA DE RESULTADOS  
Porcentaje sobre total activo



FUENTE: Banco de España.

## Compañías de seguros

**Las principales compañías de seguros en España han aumentado sus activos en los últimos años, mientras que su rentabilidad sobre activos se ha mantenido relativamente estable.** Desde 2015, el volumen de activos del sector asegurador<sup>24</sup> ha crecido de manera ininterrumpida, en mayor medida que los activos consolidados en los balances de los bancos, por lo que estos han perdido relevancia en este sector (gráfico 2.27). Este mayor tamaño no ha venido acompañado de una mejora de la liquidez del sector, que se ha reducido. Por su parte, los niveles de solvencia se han mantenido estables<sup>25</sup>. Finalmente, la rentabilidad en términos de activos del sector (ROA), que descendió ligeramente en el último año, se mantiene por encima del 2 %, mientras el ROE superó ligeramente el 15 % en el último año, ampliamente por encima de las ratios de rentabilidad del sector bancario.

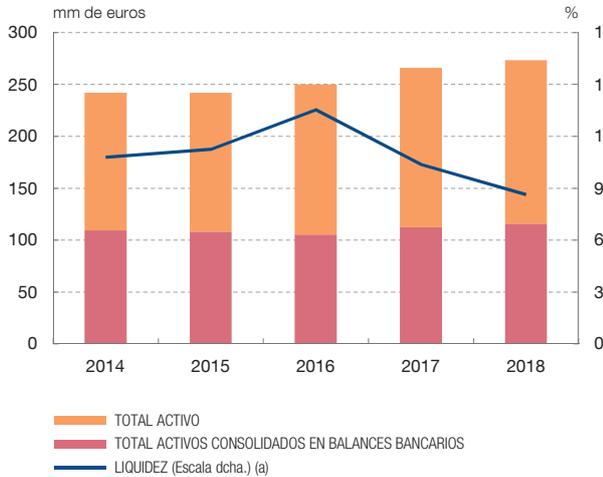
24 La información analizada aquí, tomada de la base de datos SNL Financial, corresponde a las principales compañías de seguros en España, que representan un porcentaje estimado del 84 % de los activos del sector asegurador.

25 El descenso de la ratio de solvencia en 2016 se debe al cambio regulatorio asociado a la implantación de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009.

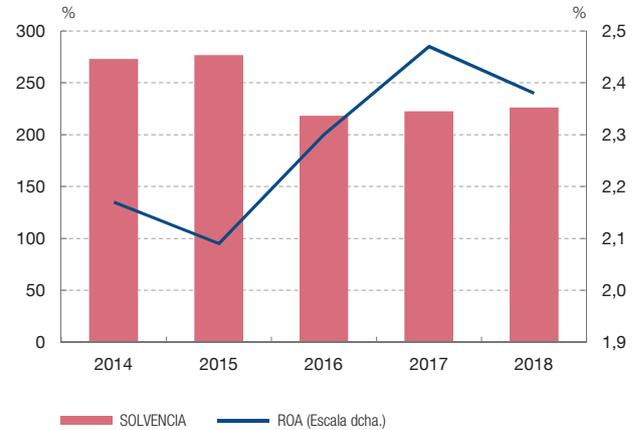
**COMPAÑÍAS DE SEGUROS****Datos consolidados**

El volumen de activos del sector asegurador en España ha aumentado en los últimos años. La solvencia del sector se ha mantenido relativamente estable, mientras que la rentabilidad sobre activos se sitúa de manera sostenida por encima del 2 %.

1 TAMAÑO DE ACTIVO Y LIQUIDEZ



2 SOLVENCIA Y RENTABILIDAD



FUENTES: SNL Financial e información publicada por las entidades.

a La liquidez se define como la ratio entre caja y depósitos líquidos sobre los pasivos totales.

**Fondos de inversión**

**En lo que llevamos de año, el patrimonio de los fondos de inversión ha aumentado ligeramente como consecuencia de las rentabilidades positivas.**

Desde la segunda mitad de 2018, las suscripciones netas de los fondos de inversión, que venían creciendo desde 2013, se han mantenido estancadas o en ligero descenso. En 2019, las rentabilidades positivas en seis de los ocho primeros meses del año, han aumentado el patrimonio neto de los fondos de inversión un 4,3 % (gráfico 2.28).

**Fondos de pensiones**

**También en este caso, es la recuperación de las rentabilidades lo que explica el aumento del patrimonio de los fondos de pensiones en 2019.**

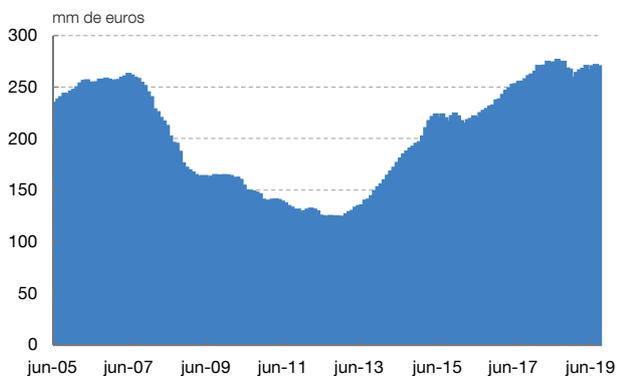
El patrimonio de los fondos de pensiones se situó en máximos históricos (gráfico 2.29). Las aportaciones netas a los fondos de pensiones (ajustadas por el valor de las prestaciones) han presentado valores negativos desde finales de 2018 (-0,2 % sobre patrimonio neto a finales de 2018), y muestran un patrón claramente decreciente en el tiempo. Sin embargo, el patrimonio de estos fondos aumentó durante 2019 (1,6 % en términos interanuales) de manera sostenida por una mayor contribución de la rentabilidad.

Gráfico 2.28

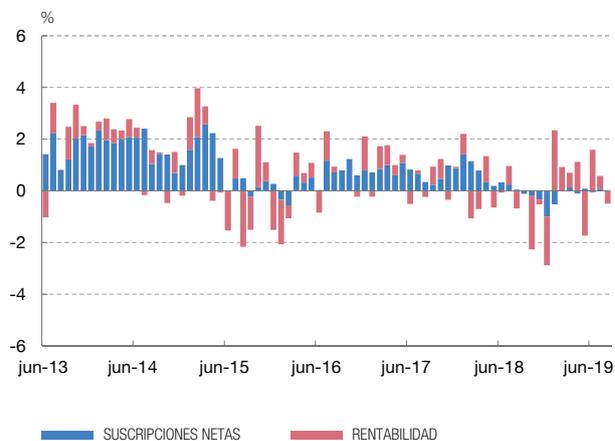
### FONDOS DE INVERSIÓN

En lo que llevamos de año, el patrimonio de los fondos de inversión ha aumentado ligeramente como consecuencia de las rentabilidades positivas, dado que las suscripciones netas se han mantenido estancadas.

1 PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN



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



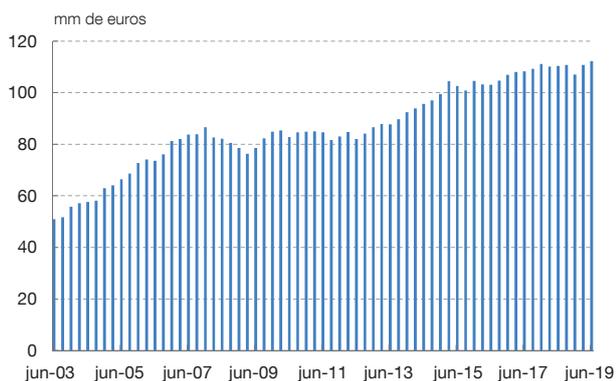
FUENTES: Inverco y CNMV.

Gráfico 2.29

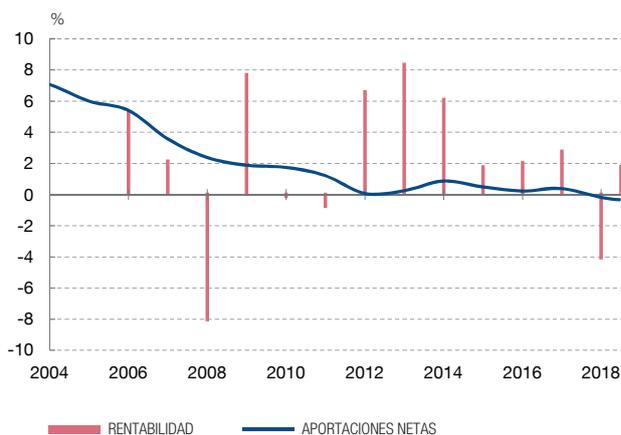
### FONDOS DE PENSIONES

El patrimonio neto de los fondos de pensiones ha crecido en 2019 frente a la ralentización sufrida en 2018. Las aportaciones netas siguen en cifras negativas que prolongan su tendencia decreciente mientras que la rentabilidad se ha comenzado a recuperar tras el valor negativo de 2018.

1 PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES



2 APORTACIONES NETAS Y RENTABILIDAD (a)



FUENTES: Inverco y CNMV.

a Los datos de aportaciones netas disponibles no corresponden al total de fondos de pensiones. La serie se basa en datos para una muestra que varía entre el 85,2 % y 99,18 % del total de fondos (95,16 % de promedio en el período).

## 2.2.2 Interconexiones sistémicas

**En este IEF se analizan las interconexiones directas del sistema financiero residente con entidades financieras no residentes y se examinan las interconexiones indirectas a través de las exposiciones a valores negociables<sup>26</sup>.** Las interconexiones directas entre sectores financieros residentes y su evolución en los últimos años, mostradas en el IEF de primavera 2019, han permanecido estables y no se actualiza su análisis en el presente número.

### Interconexiones directas con agentes financieros no residentes

**Los pasivos de las entidades financieras residentes con el resto del mundo se redujeron considerablemente tras la crisis, estabilizándose a partir de 2013.** El gráfico 2.30 muestra los activos y pasivos de Otras Instituciones Financieras Monetarias<sup>27</sup> (OIFM) frente al resto del mundo. Actualmente, los pasivos con el resto del mundo representan un 22 % del activo financiero total de las OIFM, ocho puntos menos que antes de la crisis financiera global. Por su parte, los activos con el resto del mundo representaban en junio de 2019 un 19 % del activo financiero total, su valor máximo en la serie, tras la tendencia ascendente iniciada en 2013.

**Las interconexiones transfronterizas de bancos y fondos de inversión se materializan en tenencias de valores negociables emitidos por entidades no residentes de idénticos sectores financieros.** Los no residentes también son propietarios de una parte significativa de valores negociables emitidos por los bancos residentes. El gráfico 2.31 muestra, utilizando la base de datos del BCE sobre tenencias de valores negociables<sup>28</sup> de los distintos sectores financieros del área del euro, el volumen total de las interconexiones directas con sectores financieros no residentes que presentaban los bancos y fondos de inversión residentes en España en diciembre de 2018. Las principales conexiones transfronterizas directas se establecen por las tenencias que bancos (29 mm de euros) y fondos de inversión (70 mm de euros) residentes mantienen de instrumentos emitidos

26 Las interconexiones directas se refieren a instrumentos financieros emitidos por una entidad financiera en posesión de otra entidad financiera perteneciente al mismo o a otro sector financiero. Las interconexiones indirectas surgen cuando distintas entidades financieras mantienen exposiciones a los mismos sectores, mercados o instrumentos.

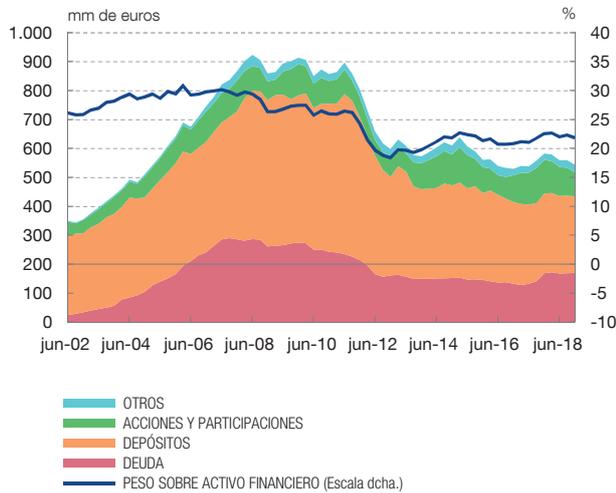
27 Las OIFM incluyen bancos, establecimientos financieros de crédito (EFC), el ICO y los fondos de inversión del mercado monetario. Esta información proviene de las Cuentas Financieras de la economía española, que recoge información de los balances individuales de las entidades de este sector residentes en España. En consecuencia, no incluye las exposiciones a través de filiales no residentes en España.

28 Esta base de datos excluye datos de préstamos y depósitos. Además, solo considera las tenencias de valores negociables de entidades financieras residentes en Europa. Por tanto, tampoco incluye las tenencias de las filiales de estas entidades fuera de Europa.

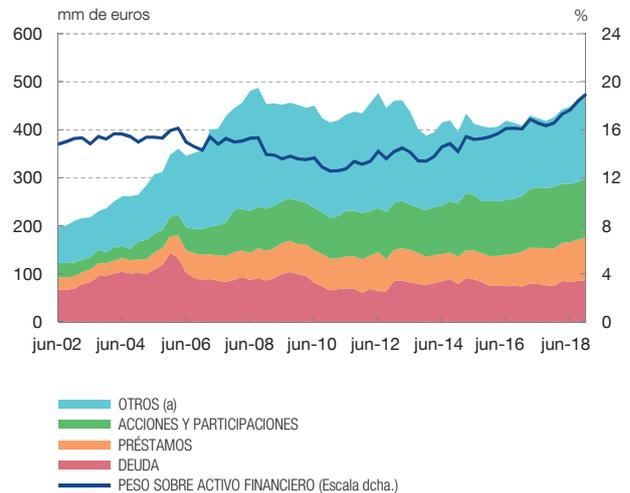
## INTERCONEXIONES DE OIFM CON AGENTES NO RESIDENTES Negocios en España, DI

Los pasivos de OIFM frente al resto del mundo se han reducido considerablemente en nivel absoluto tras la crisis, reduciéndose también su peso relativo sobre el activo financiero en 4,6 pp desde junio de 2011. El nivel de activos frente al resto del mundo se ha mantenido más estable, pero su peso sobre el activo financiero total ha aumentado en 6,2 pp desde esa misma fecha.

1 PASIVOS DE OIFM FRENTE AL RESTO DEL MUNDO



2 ACTIVOS DE OIFM CON EL RESTO DEL MUNDO



FUENTE: Banco de España.

a Entre los activos recogidos en esta categoría se incluyen los préstamos interbancarios.

por entidades no residentes. Sin embargo, también se observan algunas interconexiones relevantes en el sentido opuesto, como los instrumentos emitidos por bancos domiciliados en España que mantienen fondos de inversión no residentes (11 mm de euros).

### Interconexiones indirectas

**Los bancos y compañías de seguros residentes en España concentran más del 70 % de sus tenencias de valores negociables en emisores españoles.** De nuevo utilizando los datos recopilados por el BCE, el gráfico 2.32 muestra el peso que los emisores españoles y del resto de geografías con mayor volumen de exposición representan sobre el total de tenencias de los sectores financieros residentes. La importancia de los emisores españoles es especialmente significativa para los bancos (más del 80 % de sus tenencias) y compañías de seguros (cerca del 70 %). Los sectores más diversificados geográficamente son los de fondos de inversión y de pensiones.

**Los distintos sectores financieros residentes en España mantienen un volumen significativo de exposiciones comunes y esto puede ser considerado**

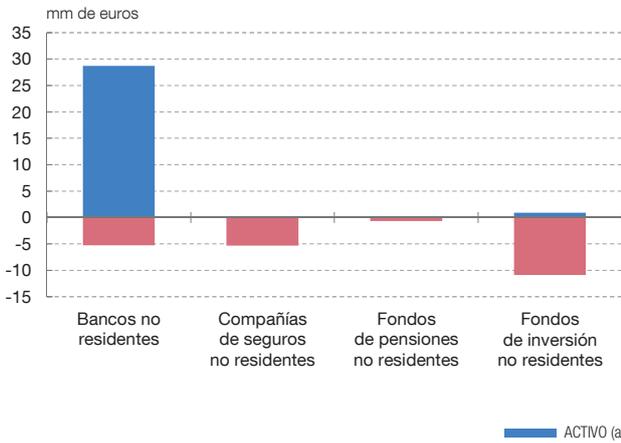
Gráfico 2.31

**INTERCONEXIONES TRANSFRONTERIZAS DIRECTAS POR TENENCIAS DE VALORES NEGOCIABLES**

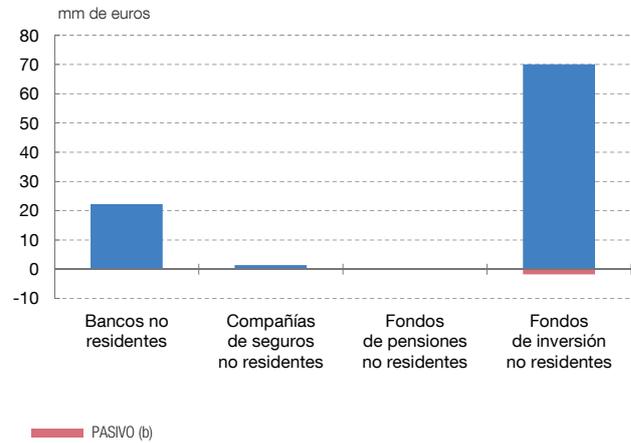
Diciembre de 2018

Las interconexiones transfronterizas directas más relevantes en volumen se deben a las tenencias por parte de fondos de inversión residentes de valores negociables emitidos por fondos de inversión no residentes (70 mm de euros), seguidas por las tenencias de valores negociables emitidos por bancos no residentes por parte de bancos residentes (29 mm de euros). Los fondos de inversión residentes apenas presentan interconexiones transfronterizas a través de su pasivo, mientras que estas sí son relevantes para los bancos residentes.

1 BANCOS RESIDENTES



2 FONDOS DE INVERSIÓN RESIDENTES



FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holding Statistics by Sector*).

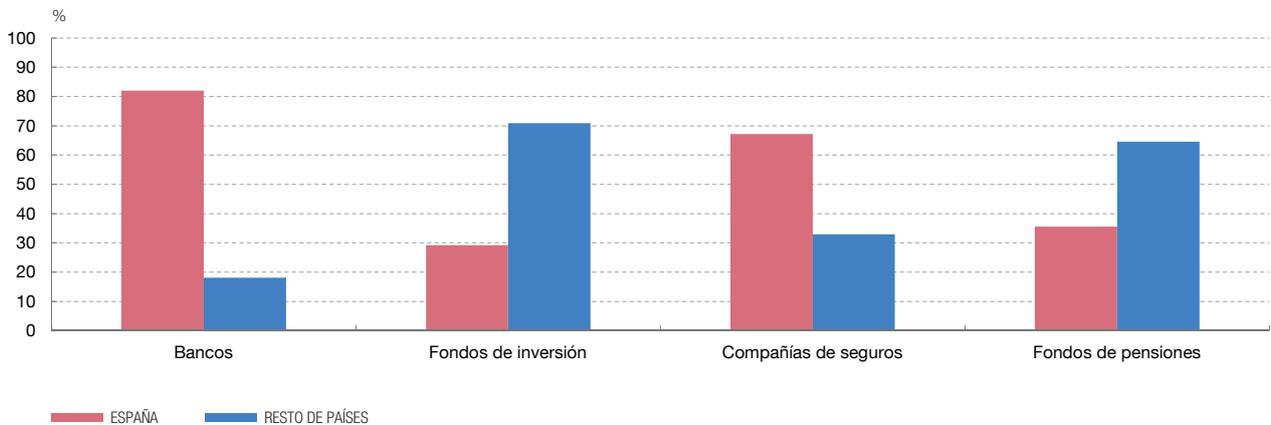
- a Se muestran las tenencias en el activo de las entidades residentes de emisiones de valores negociables por parte de sectores no residentes.
- b Se muestran las emisiones de valores negociables por parte de entidades residentes que están en posesión de sectores no residentes.

Gráfico 2.32

**PRINCIPALES EMISORES DE LOS VALORES NEGOCIABLES EN LAS TENENCIAS DE LOS SECTORES FINANCIEROS RESIDENTES**

Diciembre de 2018

La relevancia de los emisores españoles en las carteras de los sectores financieros residentes es mayor en bancos y compañías de seguros.

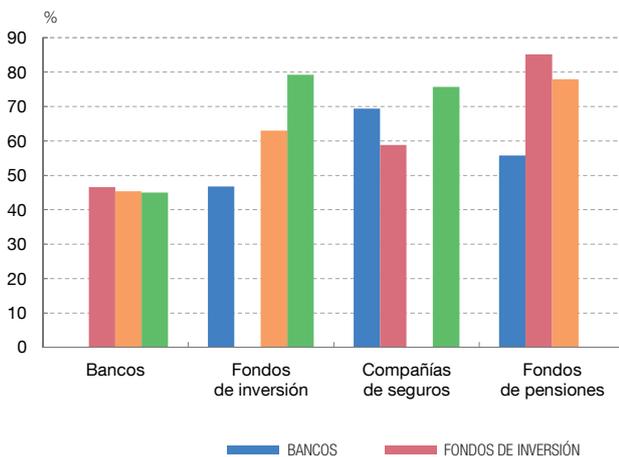


FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

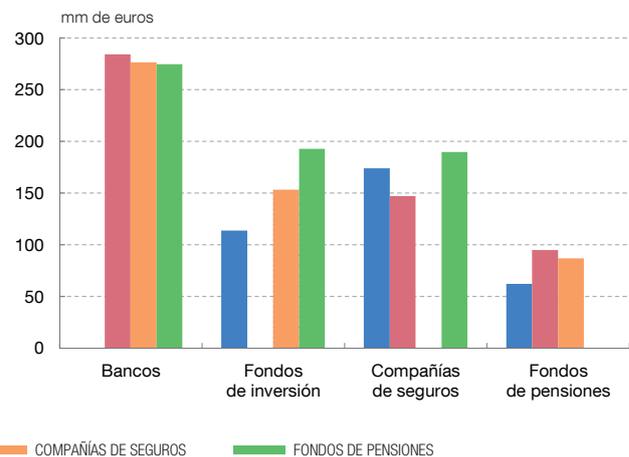
**SOLAPAMIENTO DE CARTERAS DE VALORES NEGOCIABLES (a)****Diciembre de 2018**

El sector bancario es el que más exposiciones comunes mantiene con los otros sectores, en términos de volumen de las exposiciones. El grado de solapamiento en términos relativos en los sectores no bancarios es mayor que el que se observa en el sector bancario, aunque de menor volumen. Asimismo, los sectores de inversión y compañías de seguros presentan niveles de solapamiento similares, tanto en volumen como en peso sobre su cartera total.

1 PESO DE LAS TENENCIAS COMUNES SOBRE LA CARTERA TOTAL  
Diciembre de 2018



2 VOLUMEN DE LAS TENENCIAS COMUNES  
Diciembre de 2018



FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holding Statistics by Sector*).

a El gráfico muestra las tenencias comunes de valores negociables, entendiéndose como tales la posesión de títulos idénticos emitidos por el mismo emisor. Por ejemplo, de las tenencias comunes entre bancos y fondos de inversión, los bancos mantienen en su cartera 284 mm de euros, lo que representa un 47 % del total de su cartera; por su parte, los fondos de inversión mantienen 114 mm de euros, que representa un 47 % del total de su cartera. Se tiene en cuenta el valor de mercado de las tenencias que reportan las entidades (o, en su caso, el valor razonable).

**un mecanismo de contagio<sup>29</sup>.** Estas posiciones comunes harían que todos los sectores se vieran afectados a la vez por una misma perturbación en un emisor de títulos. Más importante, un potencial problema en alguno de los sectores financieros podría obligarle a vender de manera forzada activos que están también presentes en alguno o el resto de sectores. Esto podría generar caídas importantes de los precios de estos activos y, por tanto, pérdidas de valoración para los otros sectores tenedores, con las correspondientes implicaciones para la estabilidad financiera.

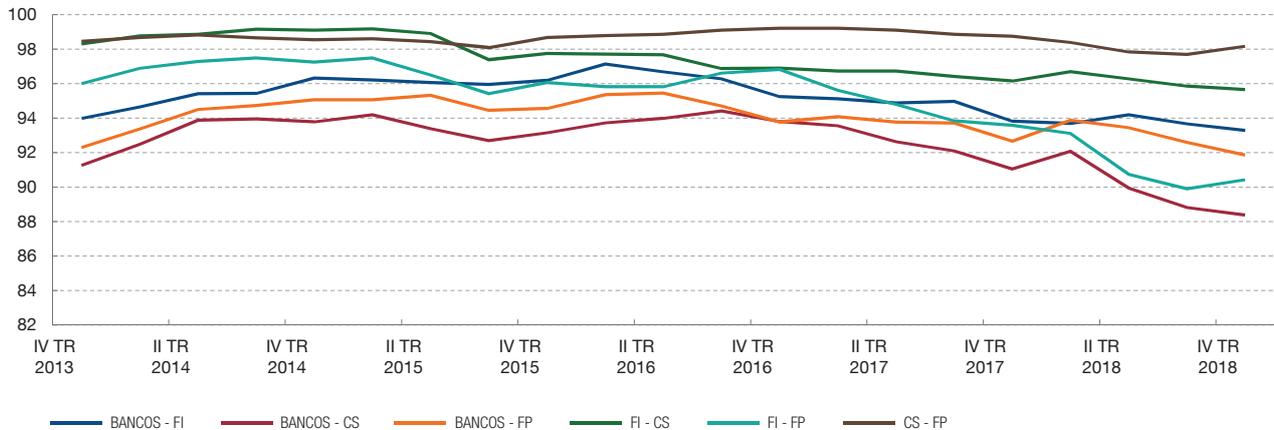
**El porcentaje de posiciones comunes con otros sectores financieros en las carteras de valores negociables de bancos, fondos y compañías de seguros residentes en España excede el 45 %.** El gráfico 2.33 refleja que las posiciones comunes más significativas en términos de volumen de valores negociables son las que mantiene el sector bancario con el resto de sectores financieros

29 Las métricas utilizadas en esta sección son similares a las que se muestran en el *Informe de Estabilidad Financiera del BCE de noviembre 2018* (el apartado 3.2, especialmente el gráfico 3.24 y los apartados relacionados).

Gráfico 2.34

**CORRELACIÓN DE CARTERAS DE VALORES NEGOCIABLES**

La correlación entre las carteras de los sectores financieros a nivel de títulos individuales ha seguido una tendencia decreciente. A nivel de emisor, la correlación es mayor y la tendencia decreciente mucho más contenida.



FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

(aproximadamente 285 mm de euros). Sin embargo, para valorar adecuadamente este resultado, debe tenerse en cuenta que el activo de los bancos está compuesto principalmente por préstamos, que no están incluidos en este análisis. Las tenencias comunes de valores negociables entre los sectores financieros no bancarios son de menor volumen, pero en términos relativos, sobre el total de la cartera de valores de cada sector, son más relevantes. En particular, los fondos de pensiones presentan una cartera de valores con un porcentaje de posiciones comunes tanto con compañías de seguros como con fondos de inversión superior al 75 %.

**La correlación de las tenencias por emisor de los distintos sectores financieros permite estimar en qué medida las carteras están distribuidas de forma similar entre los títulos que las componen.** Se ha medido a cada fecha los pesos que distintos emisores individuales (e.g., un determinado soberano o sociedad no financiera) representan en la cartera de valores de cada sector financiero. Con estos datos, se calcula el coeficiente de correlación de estos pesos entre cada par de sectores financieros (e.g., bancos y fondos de inversión). Una ventaja de esta medida es que no depende del tamaño de las carteras y, por lo tanto, no está afectada por las diferencias en el volumen total de tenencias de cada sector. Una correlación positiva entre las carteras de dos sectores indicaría que las tenencias cuyo volumen es superior a la media del total de la cartera en uno de los sectores también están por encima de la media en la cartera del otro sector.

**Esta correlación es muy elevada en general, con valores superiores al 85 % en todos los emparejamientos.** En el gráfico 2.34 se muestra su evolución desde el primer trimestre de 2014 hasta el último de 2018. Se pueden destacar dos hechos

relevantes. Por un lado, se observa que la correlación permanece en valores elevados y es relativamente estable entre bancos y fondos de pensiones y, en cierta medida, también entre compañías de seguros y fondos de pensiones. Por otro lado, las correlaciones de otros sectores (e. g., bancos y compañías de seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones) presentan una tendencia ligeramente decreciente en los últimos años.

**DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES**

Los principales bancos cotizados europeos presentaban, a principios de septiembre, una ratio media de capitalización bursátil sobre valor en libros (PTB, por sus siglas en inglés) de 0,7, frente a una ratio de 1,3 correspondiente a los mayores bancos cotizados estadounidenses<sup>1</sup>. Estas diferencias de valoración no son coyunturales, sino que se han observado de forma sostenida tras la crisis financiera global. En efecto, al comienzo de la crisis financiera, tanto los bancos europeos como los estadounidenses mostraban una ratio PTB de 2. Desde el inicio de la crisis (2007-2008), hasta marzo de 2009, la ratio PTB descendió notablemente hasta 0,5, con una trayectoria comparable en ambas muestras, iniciando posteriormente un proceso de recuperación que fue mucho más marcado en EE.UU. Así, a partir de 2010 y más claramente 2011, las PTB medias en EE.UU. presentaron valores más elevados, convergiendo en alguna medida en 2014-2015, antes de volver a ampliarse las diferencias desde 2016. Las diferencias de la ratio PTB no se limitan a la media de ambas muestras, sino que las distribuciones son estadísticamente distintas en los períodos 2011-2014 y 2016-2019 (véase gráfico 1).

El numerador de la ratio PTB refleja la valoración que hacen los inversores de los bancos. Esta dependerá de las expectativas que tengan sobre la rentabilidad futura

de los bancos, el nivel de los tipos de interés sin riesgo y la prima requerida por el riesgo que asumen. Por el contrario, el denominador de la ratio recoge el valor contable de la entidad, proporcionando información útil a los inversores bajo criterios que pueden diferir del valor de mercado, al incorporar otros principios (prudencia contable, valoración estable, etc.), no estrictamente basados en las expectativas de mercado. El hecho de que la ratio PTB de los bancos europeos haya estado de forma sostenida por debajo de 1 desde 2009 implica que las expectativas de los inversores sobre el valor de estos bancos han sido de forma sistemática inferiores a los valores recogidos por las normas contables. Por el contrario, los bancos estadounidenses han presentado desde la segunda mitad de 2009 una ratio PTB superior a uno, señalando unas expectativas sobre el valor de las acciones bancarias superiores a las recogidas en los registros contables.

Cabe esperar que los inversores, para formar sus expectativas, utilicen, entre otros elementos, la información financiera disponible en cada momento. Esto ha dado pie a la elaboración de distintos estudios que relacionan la ratio PTB y diversas ratios financieras construidas a partir de los estados contables de los bancos<sup>2</sup>. El presente recuadro se centra en estudiar

Gráfico 1  
RATIO PTB DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU. 2007-2019 (a)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Para cada fecha, se presenta la media simple de la ratio PTB para las muestras de los principales bancos cotizados de Europa y EE.UU. (27 entidades en cada caso), así como el p-valor de un test no paramétrico de Kolmogorov-Smirnov sobre la igualdad de las distribuciones de la ratio PTB en ambas muestras. Un nivel del p-valor por debajo de 0,1 indica el rechazo de la hipótesis nula de igualdad de distribuciones.

- 1 Se consideran dos muestras de 27 bancos para Estados Unidos y para Europa, cubriendo los bancos con mayor capitalización bursátil de cada área geográfica.
- 2 Algunos ejemplos recientes incluyen Calomiris, C. W., and D. Nissim (2014), «Crisis-related shifts in the market valuation of banking activities», *Journal of Financial Intermediation*, 23, pp. 400-435; Bogdanova, B. *et al.* (2018), «The ABCs of bank PVRs», *BIS Quarterly Review*, March 2018; y Grodzicki, M. *et al.* (2019), *ECB Financial Stability Report*, May 2019.

**DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES (cont.)**

la relación entre la ratio PTB, que recoge la rentabilidad esperada de los bancos, y su rentabilidad presente. El gráfico 2 muestra para 2018, último año completo disponible, la relación que existe entre rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE por sus siglas en inglés) y la ratio PTB, observándose una relación positiva entre ambas. También se aprecia como los bancos de EE.UU. se sitúan, en casi todos los casos, por encima de los europeos tanto en ROE como en la ratio PTB. En consecuencia, los bancos con mayor rentabilidad presente en 2018 parecen estar asociados con mayores expectativas de rentabilidad futura descontada en relación al valor contable actual.

El gráfico 3 muestra los coeficientes de regresión de la ratio ROE, como factor explicativo de la ratio de valoración PTB, en una serie de regresiones de sección cruzada desde 2007 a 2018, separando las muestras europea y estadounidense. La relación positiva entre ROE y ratio PTB observada para 2018 en el gráfico 2 no es exclusiva de ese año, ya que se obtienen coeficientes generalmente positivos y significativos para los distintos años, pero no es estable en el tiempo. Con el inicio de la crisis, el coeficiente del ROE para la muestra europea se reduce significativamente respecto al estimado en 2007 (0,04), hasta que en 2017 (0,05) y 2018 (0,08) se produce un repunte. Este coeficiente llega a ser casi nulo en 2008 y 2012, cuando la crisis financiera en Europa fue más virulenta y se aprobaron programas de apoyo al sector bancario y al soberano<sup>3</sup>. En el caso de los bancos de EE.UU. el coeficiente es generalmente superior (media de 0,06) al de los bancos europeos (media de 0,03), y también ha mostrado variaciones en el tiempo. Tras un descenso a un nivel nulo y no significativo en 2009, año de implementación del programa de rescate bancario TARP (*Troubled Asset Relief Program*), se ha mantenido en niveles superiores a los años previos a la crisis y superiores al de los bancos europeos.

De acuerdo con estos resultados, la relación entre rentabilidad realizada y la ratio PTB es más fuerte para EE.UU. en la dimensión geográfica y para períodos recientes en la dimensión temporal. Esto puede deberse a la percepción de los inversores de una mayor capacidad predictiva del ROE presente sobre la rentabilidad futura

o a un mayor énfasis en la rentabilidad a corto plazo. El análisis de correlaciones no permite diferenciar entre ambas explicaciones. En cualquier caso, resulta interesante destacar que en los años en que se aprobaron programas de apoyo críticos para el sector bancario, se observa una desconexión entre ambas variables.

Dada la existencia de esta relación, el siguiente paso consiste en analizar la evolución de esta medida de rentabilidad para los principales bancos europeos y estadounidenses en este período. Así, el gráfico 4 presenta el comportamiento de la ratio ROE en las muestras de entidades europeas y estadounidenses. Como se puede apreciar, la fase inicial de la crisis llevó a un fuerte deterioro de la rentabilidad en 2008, que se recuperó posteriormente hasta 2010, tras la implementación de programas de apoyo al sector bancario en ambas geografías, la relajación de las tensiones financieras y una cierta recuperación de la actividad. A partir de 2010, las sendas de rentabilidad comienzan a divergir, con los bancos de EE.UU. presentando un ROE estable en torno al 8%, mientras que los bancos europeos mostraban un nivel claramente inferior y más volátil; de hecho, experimentaron retrocesos significativos en 2016 y particularmente en 2012, el período de crisis soberana y de nueva recesión económica. Recuérdese que existe un claro paralelismo temporal en la evolución comparada de las ratios PTB en ambas geografías (gráfico 1).

Las diferencias de rentabilidad entre los bancos europeos y estadounidenses en términos de ROE se amplifican al considerar la ratio ROA (rentabilidad sobre activo total) debido a la diferente ratio de apalancamiento (patrimonio neto sobre total activo) que presentan los bancos en ambos continentes. La ratio de apalancamiento de los bancos de la muestra europea en 2018 alcanzó el 6%, mientras que la de los bancos estadounidenses se situó en el 10,6% (gráfico 5). El ROA, que puede descomponerse como producto de ROE y ratio de apalancamiento, es mayor para los bancos estadounidenses, tanto por el menor nivel de ROE en Europa como por el menor valor de la ratio de apalancamiento. En términos de ROA, no sólo existe una diferencia favorable a los bancos estadounidenses

<sup>3</sup> Ver por ejemplo *ECB Financial Stability Report December 2008*, Special Feature «Recent Policy Initiatives to Strengthen the Resilience of the Financial System», pp. 129-134, y *ECB Financial Stability Report December 2012*, Chapter 3 Financial markets and global financial institutions.

**DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES (cont.)**

Gráfico 2  
RELACIÓN ENTRE RATIO PTB (EJE VERTICAL) Y ROE (EJE HORIZONTAL) EN 2018 DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU (a)

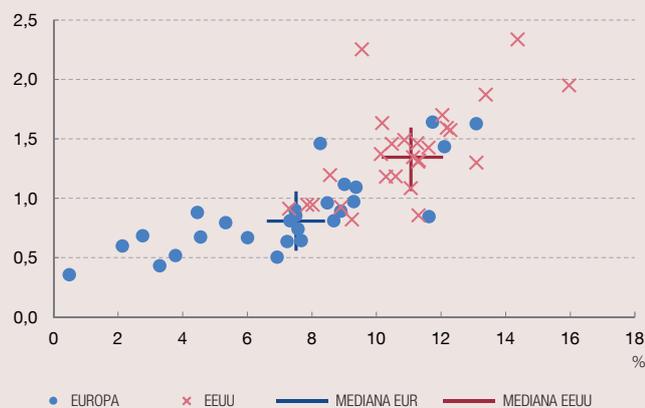


Gráfico 3  
EFECTO DEL ROE SOBRE EL PTB EN LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU (b)

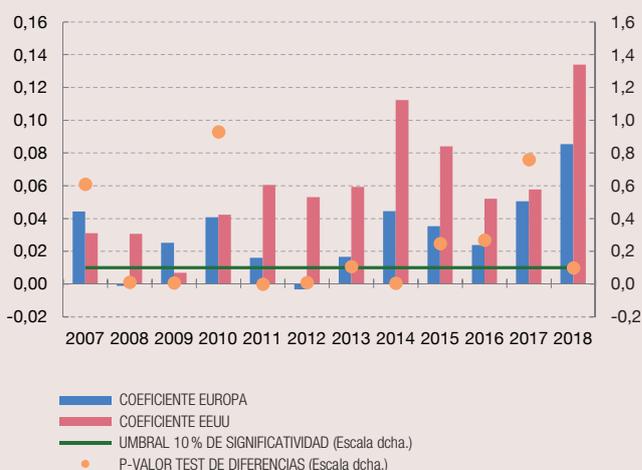


Gráfico 4  
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD (ROE) DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU

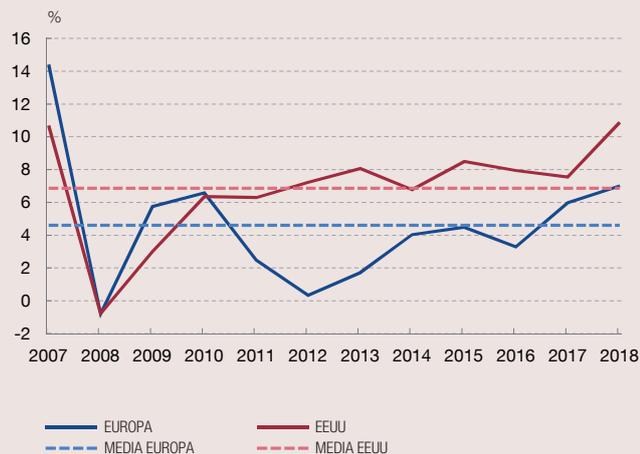
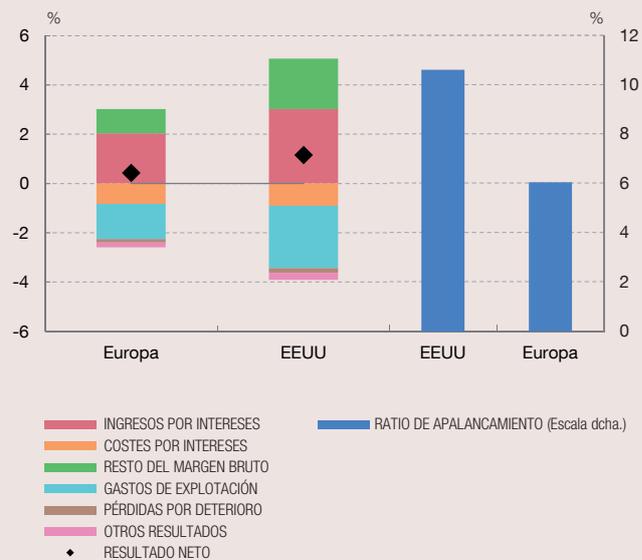


Gráfico 5  
ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE 2018 Y RATIO DE APALANCAMIENTO DE LOS PRINCIPALES BANCOS COTIZADOS DE EUROPA Y EEUU (c)



FUENTES: Datastream, SNL y Banco de España.

- a El gráfico muestra la ratio PTB media a lo largo de 2018 en el eje vertical y el ROE en 2018 en el eje horizontal, de las 54 entidades de la muestra. Las cruces representan las medianas de PTB y ROE de los bancos europeos y estadounidenses.
- b Para cada año del periodo 2007-2018, se efectúa un regresión de sección cruzada  $PTB_i = \alpha_{EEUU} \times I_{EEUU} + \alpha_{EUR} \times I_{EUR} + \beta_{EEUU} \times ROE_i \times I_{EEUU} + \beta_{EUR} \times ROE_i \times I_{EUR} + \varepsilon_i$  donde  $PTB_i$  y  $ROE_i$  son los ratios *price to book* y ROE del banco  $i$ ,  $I_{EEUU}$  e  $I_{EUR}$  son indicadores de pertenencia a la muestra de EEUU y Europa,  $\alpha_{EEUU}$  y  $\alpha_{EUR}$  son las constantes correspondientes a las muestras de bancos europeos y estadounidenses, y  $\beta_{EEUU}$  y  $\beta_{EUR}$  son los coeficientes del efecto del ROE correspondientes a las muestra de bancos europeos y estadounidenses. La identidad de los coeficientes se examina mediante un test con hipótesis nula ( $H_0: \beta_{EEUU} = \beta_{EUR}$ ) basado en el estadístico F. Los p-valores se reportan en el gráfico mediante los marcadores naranjas. Los errores estándar empleados son robustos a la heterocedasticidad. Los coeficientes  $\beta_{EEUU}$  y  $\beta_{EUR}$  son individualmente significativos en todas las regresiones, excepto en 2008 para Europa y 2009 para EEUU.
- c El gráfico muestra en su parte izquierda, la descomposición de la cuenta de resultados en términos del activo total de los principales bancos europeos y estadounidenses. En su parte derecha se presenta la ratio de apalancamiento, definida como patrimonio neto entre activo total.

**DIFERENCIAS EN LA VALORACIÓN BURSÁTIL Y RENTABILIDAD DE BANCOS EUROPEOS Y ESTADOUNIDENSES (cont.)**

en el beneficio neto en el numerador, sino que los activos totales de los bancos europeos de la muestra son sensiblemente superiores a los de sus homólogos estadounidenses<sup>4</sup>, reduciendo así esta ratio para la muestra europea.

Para intentar indagar en las causas de estas diferencias de rentabilidad más allá del nivel de apalancamiento, el gráfico 5 presenta también la descomposición de la cuenta de resultados (en relación al total activo) de los bancos en las muestras de EE.UU. y de Europa para el año 2018. Se puede observar cómo los factores clave para la mayor rentabilidad de los bancos estadounidenses son la mayor capacidad para generar ingresos netos, tanto a través del margen de intereses (2,1 % en EE.UU. frente a 1,2 % en Europa) como por las comisiones de servicio y resultados financieros que integran el margen bruto (2 % frente a 1 %). Esta capacidad para generar ingresos, más que compensa el mayor nivel de gastos de explotación (2,5 % frente a 1,4 %) y la ausencia de diferencias significativas en pérdidas por deterioro de activos y otros resultados. Factores adversos que han

influido en la rentabilidad bancaria europea desde el inicio de la crisis como el volumen decreciente de activos productivos, la contracción de márgenes de intereses y la limitación a modelos de negocio con peso reducido de ingresos netos distintos del margen de intereses estarían contribuyendo así todavía en 2018 a la menor rentabilidad de los principales bancos cotizados europeos en relación a los estadounidenses.

El análisis de este recuadro muestra que las diferencias de valoración bursátil entre los bancos estadounidenses y europeos surgidas con posterioridad a la crisis financiera de 2008 son persistentes, y encuentra indicios de que la recuperación adicional de la rentabilidad bancaria europea contribuiría al cierre de las diferencias de valoración. Sin embargo, esta mejora de la rentabilidad no debería lograrse a costa de sacrificar una estructura de financiación prudente (por ejemplo, incurriendo en un exceso de apalancamiento), ya que esto elevaría las primas de riesgo requeridas por los inversores, y, por tanto, limitaría la mejora de las ratios PTB.

---

4 Esta diferencia es atribuible a distintas causas, entre ellas, el distinto tratamiento del perímetro de consolidación, en particular, sobre titulizaciones.



# 3

## POLÍTICA MACROPRUDENCIAL



### 3 POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

Este capítulo presenta el análisis de riesgos y vulnerabilidades sistémicas que regularmente realiza el Banco de España para informar sus actuaciones en materia de política macroprudencial. En concreto, en la primera sección se utilizan dos herramientas, el mapa de indicadores y el indicador de riesgo sistémico, que proporcionan una primera aproximación a la evolución reciente de los riesgos. En la segunda parte se presenta un estudio en mayor profundidad de la dimensión temporal/cíclica del riesgo sistémico, y se presenta un análisis de impacto ex-ante de la fijación de un colchón de capital anticíclico (CCA) positivo. Este análisis sugiere que, de acuerdo con las previsiones actuales disponibles, diversos indicadores de referencia superarían los umbrales de activación de este colchón en la primera mitad de 2021. De activarse este instrumento macroprudencial, las entidades de crédito afectadas contarían con un plazo de doce meses para cumplir con el requerimiento. Sin embargo, este diagnóstico está condicionado al cumplimiento del escenario central de previsiones económicas, que, en la actualidad, se encuentra sujeto a numerosos factores de riesgo a la baja. Si eventualmente se materializasen tales riesgos el anterior análisis se vería consecuentemente alterado.

#### 3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas

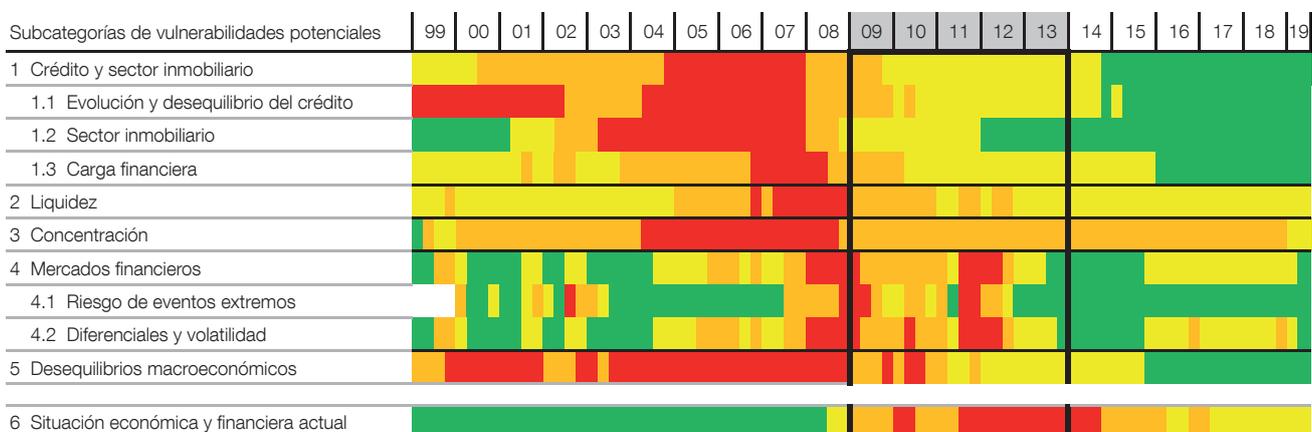
**El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas no evidencia señales de acumulación de riesgo sistémico<sup>1</sup>** (gráfico 3.1). Las categorías que agrupan los indicadores de crédito, liquidez y desequilibrios macroeconómicos continúan estables en niveles de ausencia de alerta desde el último IEF. En el caso de los indicadores relacionados con el *crecimiento del crédito*, cabe resaltar que el crédito total al sector privado no financiero (referido aquí al total de financiación a este sector y no solo al crédito bancario) ha presentado tasas de crecimiento ligeramente

<sup>1</sup> El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas agrega la información de un conjunto amplio de indicadores en función de su capacidad de anticipación de crisis bancarias sistémicas. Las definiciones de las principales categorías se corresponden con las establecidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico en su Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial. Para interpretar correctamente el gráfico, debe tenerse en cuenta que la intensidad de las alertas en cada una de las categorías representa una media ponderada de los indicadores que incluye. La intensidad es creciente a medida que el tono se aproxima al rojo, mientras que el color verde representa una situación normal. Para detalles sobre los indicadores concretos que incluye cada categoría, así como el cálculo de sus ponderaciones ver Mencía, J. y Saurina, J. (2016) «Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores». Documento Ocasional N.º 1601 Banco de España.

Gráfico 3.1

**MAPA DE INDICADORES POR SUBCATEGORÍAS (a) (b)**

El mapa de vulnerabilidades sistémicas, cuyo objetivo es alertar sobre crisis bancarias sistémicas, se mantiene estable con ausencia de alertas de riesgo o de riesgo bajo, mientras que los desequilibrios y la situación económica y financiera no han experimentado cambios de graduación.



FUENTE: Banco de España.

a La escala de colores identifica cuatro niveles de riesgo: i) situación normal (color verde), ii) riesgo bajo (color amarillo), iii) riesgo medio (color naranja) y, iv) riesgo alto (color rojo). La franja superior sombreada señala el período de la última crisis sistémica. Algunos indicadores a diciembre de 2018 se basan en información provisional.

b Los indicadores para 2019 se encuentran disponibles hasta junio de 2019.

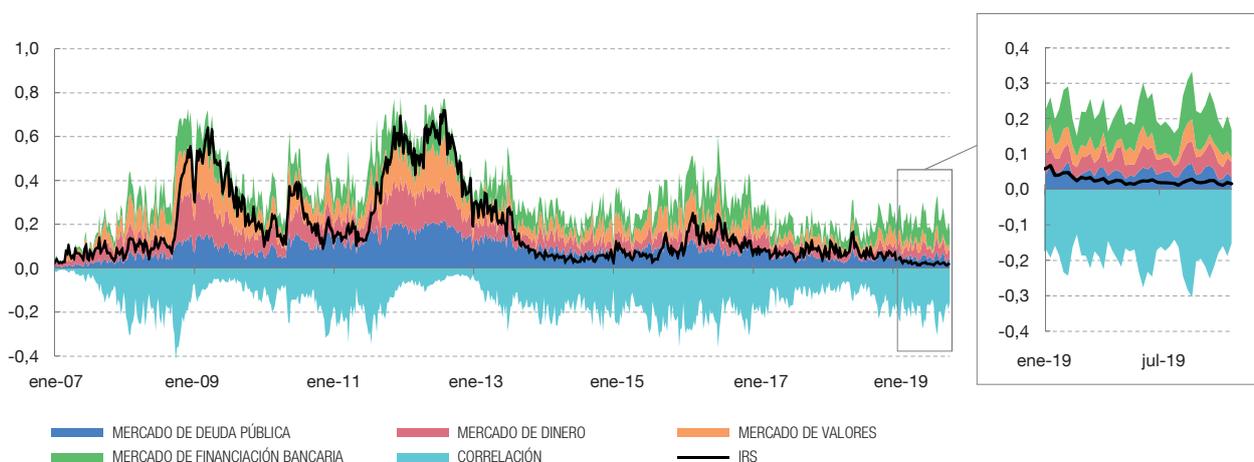
positivas durante los dos primeros trimestres de 2019 por primera vez desde 2010. Los indicadores del *mercado inmobiliario* tampoco presentan de momento señales de riesgo, ya que el aumento sostenido de los precios de la vivienda todavía no se ha traducido en una sobrevaloración generalizada. En efecto, en ambos casos, la ausencia de alertas se debe a que los niveles de partida de estos indicadores estaban muy alejados de los umbrales que determinan la aparición de alertas en el mapa de indicadores. Por lo tanto, será necesario que las tendencias observadas en los últimos periodos se consoliden para que se produzca un cambio en la gradación de los riesgos.

**Los indicadores de liquidez presentan una situación de riesgo bajo<sup>2</sup> debido en parte a la política monetaria acomodaticia del BCE, y se observan mejoras en los indicadores de concentración.** El indicador de *liquidez* se compone, por un lado, de información sobre la liquidez de los mercados, y por otro, de indicadores de liquidez en los balances bancarios. Los indicadores relacionados con la liquidez de los balances bancarios españoles no han mostrado ninguna señal preocupante, mientras que los de mercado sí han evidenciado algo más de volatilidad,

2 Uno de los indicadores que conformaba este subgrupo en anteriores IEF ha tenido que ser sustituido por otro debido a que ha dejado de estar disponible. Esto es lo que ha hecho que se haya revisado su nivel de forma retrospectiva.

**RIESGO SISTÉMICO (a)**

En lo que llevamos de 2019, el indicador de riesgo sistémico (IRS) se ha mantenido en niveles históricamente muy bajos.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.

aunque también mejoras en el caso de la liquidez de la deuda pública durante el primer semestre de 2019. En general, se espera que la liquidez en el mercado continúe mejorando tras la decisión del BCE de implementar nuevas operaciones de refinanciación a medio plazo. Los indicadores de *concentración* han reducido su riesgo del nivel medio al bajo. Esto es debido a que ha disminuido la concentración del crédito en las empresas de mayor tamaño, a la vez que continúa reduciéndose la exposición a los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, como parte del proceso de mejora de la calidad de los balances bancarios analizada en el capítulo 2. Por su parte, las turbulencias de los *mercados financieros* durante el primer semestre de 2019 se han reducido ligeramente respecto a las registradas a finales del año pasado, en parte como consecuencia de las medidas implementadas por muchos bancos centrales. Finalmente, los indicadores de *desequilibrios macroeconómicos* y los indicadores de la *situación económica y financiera actual* no han variado.

**El indicador de riesgo sistémico (IRS) se ha reducido durante 2019** (gráfico 3.2). No obstante, las medidas de volatilidad que integran este indicador sí han experimentado incrementos en los últimos meses. Estos repuntes de volatilidad en los mercados se derivan tanto de la orientación a la baja de las perspectivas de crecimiento globales como de las nuevas tensiones geopolíticas, la guerra comercial entre EE.UU. y China y la posibilidad de que se produzca un Brexit sin acuerdo. El desarrollo reciente de estos episodios no ha implicado un aumento del IRS agregado al haberse restringido a mercados concretos, por lo que han presentado una baja correlación con la evolución de otros componentes del indicador. Esto

también es indicativo de que los episodios no han tenido un alcance sistémico. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que el indicador IRS es un indicador contemporáneo de la situación financiera y, por tanto, no está diseñado para anticipar riesgos futuros. De hecho, cabe destacar que se encuentra actualmente en valores extraordinariamente bajos, no observados desde los años previos a la última crisis financiera. Al igual que pasó en aquella época, no es descartable que los mercados estén infravalorando los importantes riesgos existentes, por lo que cambios repentinos en su percepción podrían suponer importantes repuntes de este indicador.

**El Banco de España está empezando a analizar otros riesgos para la estabilidad financiera de medio y largo plazo**, incluyendo los derivados de la transición energética y cambio climático y los potenciales cambios en la estructura de mercado introducidos por el cambio tecnológico, que facilita la entrada de nuevos competidores. Igualmente se analiza el papel del sistema financiero en la gestión de estos riesgos. El Recuadro 3.1 proporciona un esquema general de los riesgos económicos asociados al cambio climático, así como de las distintas iniciativas existentes en el sector financiero para afrontarlos y el Recuadro 3.2 describe los riesgos para la estabilidad financiera asociados al proyecto de creación de Libra.

## 3.2 Instrumentos y actuaciones de política macroprudencial

**Durante el tercer y cuarto trimestres de 2019, el Banco de España ha mantenido el porcentaje del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) en el 0%.** Esta decisión se fundamenta en la combinación de un análisis técnico de indicadores cuantitativos con información cualitativa. El conjunto de indicadores cuantitativos que guían las decisiones sobre el CCA, comprende indicadores que tratan de recoger (i) la evolución del ciclo crediticio del sector privado no financiero y su crecimiento excesivo, (ii) la potencial sobrevaloración de los precios de la vivienda, (iii) el esfuerzo que representa el pago de los intereses y la devolución del principal de los préstamos para hogares y empresas (servicio de la deuda), (iv) el desequilibrio exterior, y (v) el entorno macroeconómico<sup>3</sup>. El análisis técnico valora la evolución reciente de los indicadores, su situación actual y también su comportamiento esperado en los próximos trimestres consistente con las previsiones macroeconómicas que elabora trimestralmente el Banco de España<sup>4</sup>.

3 Un análisis técnico de la selección de indicadores utilizados, puede consultarse en Castro, C., Estrada, A. y Martínez, J. (2016). *The Countercyclical Capital Buffer in Spain: An Analysis of Key Guiding Indicators*. Documento de Trabajo N.º 1601. Banco de España.

4 Véase, por ejemplo, Banco de España (2019): *Informe trimestral de la economía española*, Boletín Económico del Banco de España, 3/2019, pp. 5-75.

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

La brecha de producción ha continuado mostrando valores positivos y se espera que se mantenga de esta manera en los próximos dos años. Por otra parte, la brecha ajustada de la ratio crédito-PIB continúa cerrándose y este proceso se ha acelerado en los primeros dos trimestres de 2019. A comienzos de 2021 se espera que esta brecha se torne positiva.



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). Las líneas punteadas representan previsiones.
- 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.
- c La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta de mejor manera a los ciclos financieros observados en España históricamente.

Este último elemento es muy relevante, ya que no debe olvidarse que, en caso de activar el CCA, las entidades cuentan con doce meses para cumplir con el requerimiento.

**El indicador de ciclo crediticio continúa mostrando valores por debajo de los umbrales de activación (atendiendo a la ratio crédito-PIB, que sigue por debajo de su valor tendencial de largo plazo), aunque está convergiendo progresivamente al equilibrio.** Concretamente, la brecha crédito-PIB ajustada, que asume una duración del ciclo de crédito acorde con la evidencia empírica para España, muestra un valor aún negativo (alrededor de -8 pp hasta junio de 2019) aunque éste se está aproximando progresivamente al umbral de activación de 2 pp<sup>5</sup>. La tendencia alcista de este indicador es evidente desde el final de la última crisis (gráfico 3.3). Las previsiones de su evolución en los próximos años señalan que este indicador se tornaría positivo hacia el primer trimestre de 2021 y podría superar el umbral de activación durante el segundo trimestre de ese año.

5 Una descripción de la brecha ajustada y su desempeño puede verse en el Recuadro 3.2 del IEF de primavera 2019. Para detalles sobre el cálculo de la brecha ajustada y una comparación con la brecha de Basilea y otras alternativas, ver Galán, J.E. (2019). «Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited». Documento Ocasional N.º 1906, Banco de España

Asimismo, los modelos econométricos disponibles, que estiman el nivel de equilibrio de la ratio crédito-PIB a partir de la relación que la teoría económica establece con otras variables macrofinancieras fundamentales, también muestran actualmente brechas negativas respecto a dicho nivel de equilibrio, que se están reduciendo rápidamente<sup>6</sup>.

**Por otro lado, la brecha de producción se encuentra desde principios del año en valores positivos, y las previsiones sobre su evolución futura mantienen una perspectiva creciente.** Esto indica que el nivel del PIB se encuentra ya por encima de su valor de equilibrio a largo plazo, tras varios años creciendo por encima del crecimiento potencial. Esta última característica no parece que vaya a revertir en los próximos dos años, incluso tras la revisión a la baja de las perspectivas económicas.

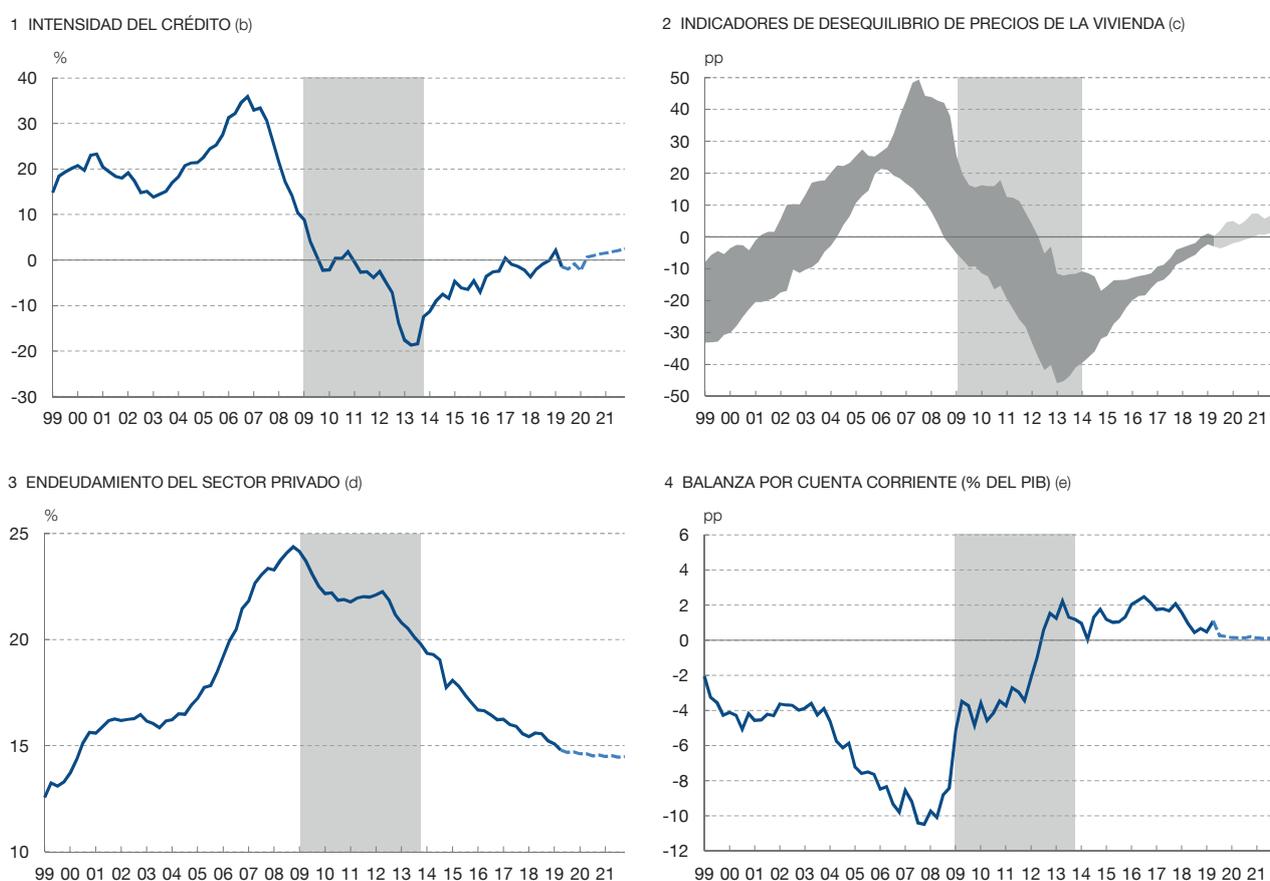
**Algunos indicadores cuantitativos complementarios también apuntan una evolución creciente durante los próximos dos años.** En particular, la *intensidad del crédito*, que recoge el peso que representa la variación del crédito en el PIB, y los precios de la vivienda (gráfico 3.4) muestran actualmente valores cercanos al equilibrio, con una tendencia alcista que se prevé que continuará durante los próximos dos años. Así, la *intensidad del crédito* presentó un valor positivo durante el primer trimestre de 2019. Aunque este valor es todavía bajo y con datos de junio de 2019 volvería a terreno negativo, es la primera vez que ocurre esto desde el comienzo de la crisis. Algo parecido sucede con los indicadores de desequilibrio de los *precios de la vivienda*, donde en algunos de sus componentes básicos ya se observaron valores ligeramente positivos durante los dos primeros trimestres de 2019, manteniéndose el promedio muy cercano al punto de equilibrio. De continuar la tendencia esperada en los precios de la vivienda, se prevé que todos los indicadores de esta categoría presenten valores positivos hacia finales del próximo año. En cuanto al *servicio de la deuda del sector privado no financiero*, ha mantenido la reducción que inició al comienzo de la crisis financiera global. En esos momentos el ajuste de este indicador fue consecuencia del proceso del desapalancamiento del sector, si bien, posteriormente, la reducción de los tipos de interés también contribuyó en buena medida. En consecuencia, es previsible que esta reducción continúe, aunque de manera más moderada durante los próximos dos años, dado que el proceso de reducción del endeudamiento se ha moderado significativamente y los tipos de interés tienen escaso margen para que se reduzcan adicionalmente. Finalmente, el *saldo de la balanza por cuenta corriente* continúa mostrando un ligero superávit (gráfico 3.4) y se espera que se mantenga relativamente estable durante los próximos años.

---

6 Para más información sobre estos modelos, véase Galán, J.E. y J. Mencía (2018), «*Empirical Assessment of Alternative Structural Methods for Identifying Cyclical Systemic Risk in Europe*», Documento de Trabajo N.º 1825, Banco de España.

**INDICADORES COMPLEMENTARIOS PARA GUIAR LA FIJACIÓN DEL CCA (a)**

Los indicadores complementarios para la calibración del CCA no evidencian señales de acumulación de riesgo sistémico cíclico, aunque, en caso de continuar las tendencias, se prevé que aquellos relacionados con crédito y precios del sector inmobiliario presenten algunas señales de alerta durante los próximos dos años.



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). Las líneas y áreas punteadas representan previsiones.
- b El indicador de intensidad del crédito se calcula como el cambio anual en el crédito al sector privado no financiero dividido por el PIB acumulado de los últimos cuatro trimestres.
- c El área sombreada representa la franja entre mínimos y máximos del conjunto de cuatro indicadores de desequilibrios en el sector inmobiliario.
- d Representa la ratio del servicio de la deuda en el sector privado no financiero calculada de acuerdo con la especificación de Drehmann M. y M. Juselius (2012) «Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?», BIS Quarterly Review, septiembre.
- e La serie de balanza por cuenta corriente se expresa como porcentaje del PIB. La serie ha sido corregida por efectos estacionales.

**Aunque el entorno macroeconómico pueda parecer potencialmente favorable a la activación del CCA, este diagnóstico está condicionado al cumplimiento del escenario central de previsiones que, actualmente, está sujeto a numerosos factores de riesgo a la baja.** Teniendo en cuenta que la legislación establece que las entidades deben contar, en circunstancias normales, con un margen de un año entre el momento en que se active el CCA y la exigencia de su cumplimiento, la evolución esperada de los indicadores relevantes debe tener un peso sustancial en la toma de decisiones. Este diagnóstico debe estar condicionado a que se cumpla el escenario central de proyecciones macrofinancieras. Si eventualmente se

materializasen algunos de los riesgos mencionados (la incertidumbre geopolítica, el riesgo de un Brexit sin acuerdo, el recrudecimiento de la guerra comercial, el retraso en la recuperación del crecimiento económico en el área del euro), este diagnóstico se vería alterado. En resumen, el contexto actual ampara mantener el CCA en el 0 % por el momento, pero señala la necesidad de continuar un seguimiento estricto tanto de los riesgos de corto plazo como de la evolución y las proyecciones de los indicadores, principalmente aquellos relacionados con el crédito, los precios de la vivienda, y el crecimiento económico.

**El CCA es un instrumento diseñado para ser liberado en fases recesivas.**

Es importante que todos los agentes del sistema financiero internalicen que, por su naturaleza contracíclica, el CCA es un colchón que está diseñado para ser acumulado en las fases expansivas del ciclo y ser liberado en momentos de recesión o de fuerte desaceleración económica, cuando los bancos pueden empezar a registrar pérdidas en los créditos concedidos y a consumir capital. Si, en estas circunstancias, no se permite que las entidades reduzcan sus niveles de capital total en el importe del colchón acumulado previamente, el resultado puede ser una restricción notable en la oferta de crédito que profundice adicionalmente la recesión económica. Téngase en cuenta que, cuando la economía se encuentra en la parte baja del ciclo, los bancos reducen sus beneficios y la percepción de los riesgos por parte de los inversores puede ser muy pesimista, limitando seriamente la capacidad de los bancos para obtener recursos orgánicamente (retención de beneficios) o de otros agentes. En estas circunstancias, la solución más probable es que reduzcan sus balances y su oferta de crédito. Lógicamente, la intensificación de la recesión tenderá a empeorar aún más la situación de los bancos.

**La decisión sobre el momento concreto de la liberación se adoptaría en función de una batería de indicadores sobre la situación del ciclo financiero, tanto cuantitativos como cualitativos.** Como la Recomendación 2014/1 de la JERS indica, los mismos indicadores empleados para la acumulación del CCA pueden contener información útil para su liberación. No obstante, estos indicadores podrían suministrar información imprecisa, por no haber sido específicamente diseñados para este fin. Por este motivo, la JERS también recomienda emplear información sobre los mercados de financiación bancaria, así como indicadores de tensión sistémica general en los mercados financieros. Por ejemplo, el IRS presentado en el gráfico 3.2 entraría dentro de esta segunda categoría. Así, un aumento significativo y sostenido del IRS sería una posible señal que ayudaría a identificar el momento óptimo de liberación. Obviamente, también deberían utilizarse indicadores adelantados de actividad económica para adoptar esta decisión.

**En caso de liberación del CCA, su efecto sobre los requerimientos de las entidades debería ser inmediato.** La Recomendación 2014/1 de la JERS aboga por una liberación sin demora del CCA cuando se materialice el riesgo sistémico, para así moderar el comportamiento procíclico de las entidades de crédito y facilitar

la absorción de pérdidas. Bajo un escenario distinto, en el que los riesgos no se materializan, sino que se moderan, la recomendación del JERS indica que sería preferible una liberación gradual del CCA acumulado, consistente con la evaluación de un menor nivel de riesgo.

**El Banco de España está desarrollando varios estudios sobre el impacto que tendría una potencial activación del CCA sobre el crédito al sector privado no financiero y otras magnitudes macroeconómicas.** En primer lugar, es posible estimar el coste de activación del CCA sobre el crédito a través de un modelo vectorial autoregresivo estructural. En principio, un aumento estandarizado de 1 pp del CCA en una fase expansiva podría provocar reducciones de hasta 1,4pp sobre el crédito. Los efectos máximos se alcanzarían entre uno y dos años después de la activación. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que la liberación del colchón en crisis sistémicas tiene un impacto positivo mucho mayor mitigando la contracción del crédito.

**En este sentido, la experiencia del uso de las provisiones dinámicas en España puede proporcionar lecciones útiles sobre el potencial impacto del CCA.** En particular, los estudios disponibles indican que la introducción de las provisiones contracíclicas en un contexto expansivo, asimilables a la activación del CCA, no tuvieron efectos sobre el crédito agregado aunque sí pudieron provocar algunos cambios en la composición de la cartera de los bancos más afectados. Sin embargo, el efecto más destacable es el que proporciona la liberación de estas provisiones contracíclicas en la fase recesiva. En base a esta evidencia, se estima que un aumento de un 1 pp en el CCA durante una fase expansiva proporcionaría, en caso de liberación durante una crisis sistémica, hasta 5,5 pp adicionales de crédito a las empresas y afectaría positivamente a su probabilidad de supervivencia, así como a su empleo<sup>7</sup>.

**Se ha analizado también la evolución del capital bancario en España a lo largo de 150 años de historia,** lo que proporciona una información muy rica sobre el comportamiento del capital en diversos ciclos financieros y en entornos muy distintos de la actividad bancaria<sup>8</sup>. Este análisis también indica que la activación del CCA en las fases expansivas generaría costes relativamente limitados: un 1 pp de requisito de CCA moderaría el crecimiento del crédito en cerca de 0,8 pp. Sin embargo, los beneficios que produciría la liberación del CCA durante crisis

7 Jiménez, G. Ongena, S., Peydró, J.L. y J. Saurina (2017): «Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments. Journal of Political Economy», Vol. 125, No 6.

8 Bedayo, M. Estrada, A. y J. Saurina (2018). «Bank capital, lending booms and busts. Evidence from Spain in the last 150 years». Documentos de Trabajo N.º 1847, Banco de España, también encuentran que un aumento de 1 pp en el CCA en anticipación de una crisis sistémica global permitiría reducir la caída del crédito en recesiones en un 6 pp.

sistémicas claramente excederían estos costes, pudiendo llegar a mitigar la caída del crédito en 6 pp durante las fases recesivas. Esto sugiere que el impacto adverso que tiene su activación en el crecimiento del crédito durante periodos expansivos se vería más que compensado por el efecto positivo que tiene su liberación en crisis sistémicas.

**Por tanto, la distinta evidencia empírica disponible para el caso español pone de manifiesto la existencia de una asimetría importante entre los (relativamente) bajos costes de activación del CCA y los (relativamente) altos beneficios de su liberación en las fases recesivas.** Eso a su vez señala la importancia de que el proceso de liberación se vea apoyado por una comunicación clara y transparente, generando las expectativas y los incentivos adecuados en los agentes económicos y en el público en general.

**EL SISTEMA FINANCIERO ANTE EL CAMBIO CLIMÁTICO**

El cambio climático asociado al calentamiento global ha ganado peso entre las principales preocupaciones de la sociedad en los últimos años. Como consecuencia, las autoridades de diversos estados han alcanzado compromisos multilaterales para tratar de paliarlo. En concreto, el Acuerdo de París de 2015<sup>1</sup> estableció un plan de acción con el objetivo de mantener el aumento de la temperatura media mundial por debajo de 2 °C con respecto a los niveles preindustriales<sup>2</sup>, realizando esfuerzos para limitar dicho aumento a 1,5 °C. Según las estimaciones del Panel Intergubernamental del Cambio Climático (IPCC, por sus siglas en inglés) las actividades humanas han causado un calentamiento global de aproximadamente 1 °C respecto a los niveles preindustriales. Al ritmo actual, el calentamiento de 1,5 °C se alcanzaría entre 2030 y 2052<sup>3</sup>. Conseguir mantener el calentamiento global por debajo de los 2 °C supondrá realizar reducciones considerables en las emisiones de gases de efecto invernadero en las próximas décadas.

El cambio climático podría tener un impacto adverso muy significativo a nivel macroeconómico<sup>4</sup>, y en el sector financiero, materializándose sobre todo en el largo plazo. Las potenciales medidas para paliarlo tendrán un impacto a corto plazo pero de menor magnitud, sobre todo si se van adoptando de forma progresiva, de forma que permitan una adaptación paulatina de los agentes a estos cambios. Parece lógico pensar que cuanto más se tarde en adoptar las medidas, más agresivas tendrán que ser, aumentando su impacto negativo al concentrarse en un lapso temporal más corto (ESRB, 2016)<sup>5</sup>.

Dadas estas consideraciones, los riesgos asociados al cambio climático a los que se enfrenta el sistema financiero se pueden clasificar en dos categorías: riesgos físicos y riesgos de transición. En el primer caso, se trata

de aquellos riesgos asociados o bien al calentamiento global o al aumento de la frecuencia e intensidad de eventos climáticos como sequías, inundaciones y tormentas. Estos fenómenos pueden ocasionar daños que impliquen, por ejemplo, deterioro en las propiedades o disrupción en la operativa de negocio, lo cual podría conllevar pérdidas financieras. Si dichas pérdidas están aseguradas, sería el sector asegurador el que las cubriría<sup>6</sup>. En caso contrario, serían los hogares o las empresas las que tendrían que afrontar dichas pérdidas, lo cual puede aumentar la morosidad que afrontan los bancos con estos clientes. Además también hay que tener en cuenta los riesgos físicos graduales que deterioran económicamente zonas más o menos extensas y podrían suponer aumentos de morosidad y pérdidas en el valor de los activos afectados.

Los riesgos de transición están relacionados con el proceso de ajuste hacia una economía de bajo carbono, para lo que es necesario reducir las emisiones de gases de efecto invernadero. Esta transición también es relevante para el sistema financiero. La puesta en marcha de determinadas políticas como límites a las emisiones de CO<sub>2</sub> o impuestos al carbono, las innovaciones tecnológicas, los cambios en las preferencias de los agentes o en el sentimiento de mercado podrían tener un impacto económico relevante. En particular, podrían alterar los patrones de demanda y producción de la economía y ocasionar la pérdida de valor de un cierto volumen de activos financieros, con unas ramas de actividad viéndose afectadas negativamente y otras positivamente, lo mismo que ocurriría a nivel de empresa<sup>7</sup>.

El sector bancario se ve afectado tanto por los riesgos físicos como los de transición, pudiendo conllevar

1 Véase Acuerdo de París (2015).

2 Con un rango probable entre 0,8 °C y 1,2 °C. Véase IPCC (2018). «Summary for Policymakers. In: Global Warming of 1.5 °C».

3 IPCC (2018). «Summary for Policymakers. In: Global Warming of 1.5 °C».

4 Para una recopilación de estudios sobre el impacto a nivel macroeconómico véase NGFS (2019). «Macroeconomic and financial stability. Implications of climate change». July 2019.

5 ESRB (2016). «Too Late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk». European Systemic Risk Board. Reports of the Advisory Scientific Committee No. 6 / February

6 En España existe el Consorcio de Compensación de Seguros, que es una entidad pública adscrita al Ministerio de Economía y Empresa y con personalidad jurídica propia. Entre sus funciones, se encuentra la de cobertura de los riesgos extraordinarios indemnizando los daños producidos por fenómenos naturales.

7 Véase NGFS (2019). *Macroeconomic and financial stability. Implications of climate change*. July 2019.

**EL SISTEMA FINANCIERO ANTE EL CAMBIO CLIMÁTICO (cont.)**

Cuadro 1  
RIESGOS FÍSICOS Y DE TRANSICIÓN



FUENTE: NGFS (2019).

riesgos de crédito, mercado y operacionales como señala *Bank of England* (2018)<sup>8</sup>. La supervisión bancaria del BCE ha vuelto a identificar en 2019 el riesgo de cambio climático como uno a seguir desde la perspectiva supervisora dentro de su mapa de riesgos<sup>9</sup>. El Banco Central Europeo, BCE, en base al análisis de exposiciones del sector bancario de la zona euro, señala que, a pesar de la limitada disponibilidad de datos, los riesgos relacionados con el cambio climático tienen el potencial de llegar a ser sistémicos para la zona euro, en especial si los mercados no estuvieran valorándolos correctamente<sup>10</sup>. El cuadro 1 muestra el potencial disruptivo de las posibles combinaciones de riesgos físicos y de transición.

El sistema financiero también tiene un papel que desempeñar en esta transición. El Acuerdo de París estableció entre sus objetivos que los flujos financieros permitan adaptarse a la evolución del clima y que favorezcan un aparato productivo

con bajas emisiones de gases de efecto invernadero. Los cambios necesarios para poder cumplir con los objetivos del Acuerdo de París conllevan la puesta en marcha de inversiones adicionales y la movilización de recursos. Las estimaciones dependen de los escenarios establecidos, pero según el denominado «*Action Plan on Financing Sustainable Growth*» de la Comisión Europea, para lograr los objetivos en materia de clima y energía en el período 2021-2030 habría que cubrir un déficit de inversión anual de casi 180.000 millones de euros<sup>11</sup>.

En la esfera institucional se han puesto en marcha varias iniciativas relacionadas con el papel del sistema financiero en el cambio climático. Cabe destacar, los trabajos del G-20<sup>12</sup>, la *FSB's Task Force on Climate Related Financial Disclosures*, *Action Plan on financing sustainable growth* de la Comisión Europea y los trabajos de la ABE en finanzas sostenibles.

8 Véase Bank of England (2018). «Transition in thinking: The impact of climate change on the UK banking sector». Bank of England – Prudential Regulation Authority. September 2018.

9 Véase BCE (2019). «BCE Banking Supervision - Risk Assessment for 2019».

10 Véase BCE (2019). «Climate change and financial stability», Financial Stability Review. May 2019.

11 European Commission (2018). *Action Plan: Financing Sustainable Growth*. COM(2018) 97 final.

12 G20 GFSG (Green Finance Study Group) (2016). *G-20 Green Finance Synthesis Report*, September.

**EL SISTEMA FINANCIERO ANTE EL CAMBIO CLIMÁTICO (cont.)**

Los bancos centrales también están trabajando en incorporar las implicaciones del cambio climático en sus análisis y en sus políticas microsupervisoras y macroprudenciales. A finales de 2017 se puso en marcha el *Network for Greening the Financial System* (NGFS)<sup>13</sup> que supone una red de 42 bancos centrales y supervisores y 8 observadores (septiembre de 2019), cuyo objetivo es definir y promover buenas prácticas tanto dentro como fuera del grupo, realizar trabajo analítico en el ámbito de las finanzas verdes, así como contribuir al desarrollo de la gestión del riesgo climático y medioambiental en el sector financiero y movilizar la financiación necesaria para realizar una transición hacia una economía sostenible<sup>14</sup>.

Como se menciona en el *Financial Stability Review* del BCE (2019), es necesario comprender mejor la relevancia de los riesgos asociados al cambio climático para el sistema financiero de la zona euro. Para lo cual, una mayor disponibilidad de datos y el desarrollo de un marco prospectivo para la evaluación de estos riesgos son importantes<sup>15</sup>. Los trabajos de *Task Force on Climate Related Disclosure*, aunque de apoyo voluntario por parte de empresas y entidades, contribuyen a avanzar en el ámbito de la publicación de información. Al mismo tiempo, el desarrollo del *Action Plan on financing sustainable growth* de la Comisión Europea, entre cuyas acciones se encuentra el desarrollo de una taxonomía de actividades sostenibles y estándares, permitirá contribuir a avanzar hacia una mejor valoración de dichos riesgos aunque todavía falta un mayor trabajo para entender todas las implicaciones que pueden tener para el sistema financiero.

El Banco de España, consciente de la relevancia de este tema, también está empezando a desarrollar su propia

estrategia para analizar las implicaciones que el cambio climático puede tener para la estabilidad del sistema financiero español y determinar las respuestas que pueda adoptar como supervisor. Además, para contribuir a aumentar la concienciación sobre su importancia, se están llevando ya a cabo varias actividades e iniciativas.

En concreto, se han mantenido diversas reuniones de alto nivel con representantes de las entidades de crédito, auditoras y gestores de carteras, para transmitirles las novedades institucionales y regulatorias en este ámbito, constatar su nivel de preparación ante estos riesgos y establecer un diálogo con ellas. A la vez, se están desarrollando las herramientas de análisis necesarias para poder valorar y modelizar los riesgos de transición y sus potenciales impactos en las entidades de crédito<sup>16</sup>.

La disponibilidad de datos constituye uno de los retos en esta tarea y uno de los primeros objetivos de la institución es completar las lagunas de información existentes en esta materia. Por ejemplo, las relativas a las emisiones de CO<sub>2</sub> individuales de las empresas y también a la calificación medioambiental de activos reales como la vivienda.

Además, el Banco de España ha empezado a incorporar los objetivos de sostenibilidad medioambiental en la gestión de sus reservas, siendo una de sus actividades la participación en el fondo de inversión en bonos verdes abierto lanzado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)<sup>17</sup>.

Hay que recordar, por último, que, el Banco de España participa activamente en varios grupos internacionales como el NGFS y en el ámbito del BCE, JERS, MUS y ABE, contribuyendo al avance del análisis de las implicaciones del cambio climático para el sistema financiero y a las discusiones regulatorias que esto puede llevar aparejado.

13 Su creación fue iniciativa del Banco de Francia en el «Paris One Planet Summit» con un grupo inicial de 8 bancos centrales y supervisores. El Banco de España se unió en abril de 2018 y la Subgobernadora es miembro del Plenario.

14 Los primeros trabajos se han plasmado en seis recomendaciones: i) integración de los riesgos relacionados con el clima en el seguimiento de la estabilidad financiera y la microsupervisión, ii) integración de los factores de sostenibilidad en la gestión de la cartera propia, iii) hacer frente a las lagunas de datos, iv) crear conciencia y fomentar el intercambio de conocimientos, v) lograr una información sólida y coherente a nivel internacional sobre el clima y el medio ambiente, vi) apoyar el desarrollo de una taxonomía de las actividades económicas.

15 Véase BCE (2019). «Climate change and financial stability», *Financial Stability Review*. May 2019.

16 En el número de otoño 2019 de la Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España se presenta un estudio sobre las exposiciones de los bancos españoles a los sectores potencialmente más afectados por los riesgos de transición, así como un análisis de su calidad crediticia.

17 Véase *Nota de prensa del 26 de septiembre de 2019*.

**EL PROYECTO LIBRA: CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS DESTACADOS**

Con la publicación, el pasado 18 de junio, del *white paper* de Libra se formalizaba el proyecto de creación de una nueva criptomoneda patrocinada y promovida por Facebook. Dicha iniciativa se encuentra aún en la fase de definición, contando, por el momento, con manifestaciones de interés por parte de 28 socios estratégicos de procedencias diversas: compañías de tecnología, algunos actores relevantes de la industria financiera, representantes de organizaciones sin ánimo de lucro y profesionales del entorno académico, entre otros.

Según sus promotores, Libra nace con el propósito fundamental de contribuir a mejorar los actuales niveles de inclusión financiera mundiales. En concreto, busca combinar las características de una moneda virtual, de alcance global y baja volatilidad, con las de una infraestructura que permita realizar transacciones de una manera ágil y eficiente. Para ello, se basa en la tecnología de *blockchain*, los monederos digitales y los contratos inteligentes.

En comparación con otras criptomonedas<sup>1</sup>, Libra presenta una serie de diferencias notables. Por un lado, Libra prevé estar respaldada por una cesta de depósitos y otros activos de bajo riesgo y elevada liquidez. Dicha cesta, conocida con el nombre de la Reserva Libra, estará denominada en las principales divisas del mundo y será administrada por una red de custodios a nivel mundial. Los rendimientos que generen dichas inversiones se utilizarán para cubrir el coste del sistema y remunerar a los socios. Lógicamente, las variaciones que se produzcan en los precios de los activos subyacentes influirán en el precio que, en cada momento, tengan las unidades de Libra en cualquier divisa nacional.

Por otro lado, el modelo inicial de gobernanza de Libra no será descentralizado. En su lugar, se ha creado una fundación sin ánimo de lucro y con sede en Suiza —la Asociación Libra— que se responsabilizará de coordinar a los miembros fundadores a la hora de adoptar las decisiones técnicas, de negocio y de gestión que sean pertinentes. De esta manera, se pretende garantizar la evolución ordenada y el buen funcionamiento de Libra. Corresponderá, además, a la asociación ejercer en exclusiva la facultad de crear y destruir las unidades

monetarias de dicha criptomoneda así como determinar la política de administración de la Reserva.

Finalmente, en lo que se refiere a los aspectos más técnicos, Libra se apoya en un software de código abierto, habiéndose desarrollado un nuevo lenguaje de programación para simplificar la escritura de código y salvaguardar la integridad de la *blockchain*. Además, la red será administrada por un número reducido de nodos de validación que, en la primera etapa, se limitará a quienes ostentan la condición de miembro fundador.

Desde el punto de vista regulatorio, todavía se está discutiendo cual sería la normativa, existente o de nuevo cuño, a la que estaría sujeta esta criptomoneda. Si se considerara un depósito tendría que estar sujeta a la regulación bancaria, al ser esta una actividad regulada; sin embargo, en la propuesta de Libra no parece existir una obligación explícita de restitución íntegra del dinero depositado. Tampoco es evidente que se pueda considerar dinero electrónico, lo cual la llevaría a estar sujeta a la Directiva de Dinero Electrónico, ya que, para ello, cualquier titular de Libras debería ser reembolsado por el emisor en cualquier momento y por su valor nominal. Considerarlo como un producto financiero, que lo dejaría en el ámbito de la protección de los inversores, contrasta con el hecho de que su objetivo fundamental es ser un medio de pago. En cualquier caso, debe garantizarse que los clientes de Libra reciben toda la información necesaria sobre el producto y entienden su operativa.

En cuanto al ámbito de la protección de datos, la falta de armonización internacional puede ser un obstáculo para una propuesta con un ámbito tan global. Sí parece mucho más claro que, según la información publicada, Libra entraría dentro del ámbito de aplicación de la normativa sobre prevención de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, por un lado, en calidad de plataforma de intercambio de moneda fiat por moneda virtual y, por otro, en calidad de proveedor de servicios de custodia de monederos electrónicos, respectivamente.

Dado que Libra posee las tres características del dinero: medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor, la correcta regulación de esta criptomoneda es necesaria, dadas las implicaciones que podría llegar a tener para la estabilidad macroeconómica y financiera si se

1 En este recuadro el análisis se limita a las criptomonedas de emisión privada. Para un análisis detallado de las ventajas e inconvenientes de la emisión de moneda digital por un banco central, véase «*Central bank digital currencies*», BIS, Committee on Payments and Market Infrastructures and Markets Committee, March 2018.

**EL PROYECTO LIBRA: CARACTERÍSTICAS Y RIESGOS DESTACADOS (cont.)**

desarrollara plenamente como un medio de pago minorista transfronterizo. Más aún si traspasara la frontera de los pagos minoristas y ganase aceptación en la esfera de los pagos al por mayor.

En primer lugar, puede afectar significativamente a la efectividad de la política monetaria y al papel que juegan los bancos centrales. Dado su carácter multilateral, podría reducir la capacidad de la autoridad monetaria para influir sobre los tipos de interés domésticos si a la vez intenta mantener el tipo de cambio estable, ya que facilita los flujos de capitales. Además, en la medida en la que un criptoactivo de esta naturaleza pudiera convertirse en un medio de pago generalmente aceptado, podría afectar al proceso de creación de dinero, por ser un emisor privado de dinero. Lo anterior también podría tener implicaciones fiscales al reducir los ingresos por señoreaje.

En cuanto a los riesgos para la estabilidad financiera, esta criptomoneda puede hacer que la oferta de dinero

agregada sea procíclica, ya que permitirá transformar activos no fácilmente convertibles (moneda doméstica de países emergentes) en activos mucho más líquidos (Libra). No debe olvidarse que cuando se crea una unidad de Libra el dinero utilizado no desaparece, sino que se invierte en otros activos financieros. Además, puede afectar significativamente al negocio de las instituciones financieras al convertirse en un fuerte competidor suyo, tanto reduciendo sus ingresos (comisiones) como su financiación (depósitos y resto de instrumentos financieros).

Finalmente, al ser una moneda global, con acceso a la información de más de 2.400 millones de potenciales usuarios con apenas costes de transacción, puede contribuir de manera significativa a la transmisión internacional de perturbaciones locales al favorecer las entradas y salidas de capitales, con implicaciones relevantes para la evolución y la volatilidad de los tipos de cambio.



## Anejo 1

### BALANCE CONSOLIDADO ENTIDADES DE DEPÓSITO

Activo	jun-19	Var. jun-19/jun-18	Peso AT jun-18	Peso AT jun-19
	m€	%	%	%
Caja y bancos centrales	227.584	0,8	6,4	6,2
Entidades de crédito	236.418	24,1	5,4	6,4
Crédito a las Administraciones Públicas	102.616	-1,1	2,9	2,8
Crédito al sector privado	2.128.128	3,9	57,8	58,0
Valores de renta fija	511.169	1,9	14,1	13,9
Otros instrumentos de capital	36.244	-15,2	1,2	1,0
Participaciones	25.966	-8,5	0,8	0,7
Derivados	140.890	1,3	3,9	3,8
Activo material	64.290	35,5	1,3	1,8
Resto del activo	192.757	-11,7	6,2	5,3
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.666.062</b>	<b>3,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.211.714	3,6	60,2	60,3
Financiación a las Administraciones Públicas	500.208	1,9	13,8	13,6
Activos dudosos totales	94.729	-12,4	3,0	2,6
Ratio de morosidad total	3,0	-54 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	jun-19	Var. jun-19/jun-18	Peso AT jun-18	Peso AT jun-19
	m€	%	%	%
Depósitos de bancos centrales	208.272	-7,9	6,4	5,7
Depósitos de entidades de crédito	294.521	1,3	8,2	8,0
Depósitos de las Administraciones Públicas	113.607	9,4	2,9	3,1
Depósitos del sector privado	2.039.226	3,4	55,6	55,6
Valores negociables y financiación subordinada	421.443	8,9	10,9	11,5
Derivados	138.562	3,8	3,8	3,8
Provisiones (incluye pensiones)	32.449	1,6	0,9	0,9
Resto del pasivo	149.169	3,4	4,1	4,1
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.397.249</b>	<b>3,3</b>	<b>92,8</b>	<b>92,7</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	164.342	-3,0	4,8	4,5
Fondos propios	273.876	2,1	7,6	7,5
Intereses minoritarios	22.886	2,3	0,6	0,6
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-27.949	-16,9	-0,9	-0,8
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>268.813</b>	<b>4,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.666.062</b>	<b>3,4</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 junio de 2019.  
b Diferencia calculada en puntos básicos.

## Anejo 2

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

	jun-19		jun-18	jun-19
	m€	% Var. jun-19/jun-18	% ATM	% ATM
Productos financieros	56.836	5,7	3,04	3,14
Costes financieros	20.544	11,1	1,05	1,14
Margen de intereses	36.292	2,9	1,99	2,01
Rendimiento de los instrumentos de capital	835	23,0	0,04	0,05
Margen de intermediación	37.128	3,3	2,03	2,05
Resultados de entidades por el método de la participación	1.754	-12,5	0,11	0,10
Comisiones netas	13.405	0,9	0,75	0,74
Resultado de operaciones financieras	1.880	-33,3	0,16	0,10
Otros resultados de explotación (neto)	-1.339	—	-0,06	-0,07
Margen bruto	52.828	-0,3	3,00	2,92
Gastos de explotación	27.764	3,9	1,51	1,53
Margen de explotación	25.065	-4,5	1,48	1,39
Pérdidas por deterioro	7.583	3,9	0,41	0,42
Otras dotaciones a provisiones (neto)	2.590	28,4	0,11	0,14
Otros resultados (neto)	18	—	-0,03	0,00
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	14.911	-9,0	0,93	0,82
Resultado neto	10.454	-10,8	0,66	0,58
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	8.952	-11,5	0,57	0,49

FUENTE: Banco de España.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Fecha de cierre de datos: 23 de octubre de 2019.

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

© Banco de España, Madrid, 2019  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 26000-2003

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
APR	Activos ponderados por riesgo	IRB	<i>Internal-Ratings Based approach</i>
AT	Activos totales	IRPH	Índice de referencia de préstamos hipotecarios
ATM	Activos totales medios	IRS	<i>Interest rate swap</i>
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)	IRS	Indicador de riesgo sistémico
BCE	Banco Central Europeo	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
BIS	Bank for International Settlements (Banco de Pagos Internacionales)	JPY	<i>Japanese yen</i>
BPI	Banco de Pagos Internacionales	LCR	<i>Liquidity coverage ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
CBS	<i>Consolidated banking statistics</i> (estadísticas bancarias consolidadas)	LSI	<i>Less significant institutions</i> (entidades menos significativas)
CCA	Colchón de capital anticíclico	LSTI	<i>Loan service to income</i> (cociente entre el servicio de administración del préstamo (principal e intereses) y la renta disponible del prestatario)
CCAA	Comunidades autónomas	LTP	<i>Loan to price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
CCP	Cámara de contrapartida central	LTV	<i>Loan to value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
CET1	<i>Common equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)	mm	Miles de millones
CLO	<i>Collateralized loan obligation</i> (obligación de préstamo garantizado)	mml	<i>Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CNPIC	Centro Nacional de Protección de las Infraestructuras Críticas	NGFS	Network for Greening the Financial System
COCOs	<i>Contingent convertibles</i>	NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
COE	<i>Cost of equity</i> (coste de capital)	NISD	<i>Directive on security of network and information systems</i>
CPB	CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
CRDIV	Capital Requirements Directive (Directiva de requerimientos de capital)	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CRR	Capital requirements regulation (Reglamento de requerimientos de capital)	OIS	<i>Overnight index swap</i>
CSD	<i>Central securities depositories</i>	OLSI	<i>Other less significant institutions</i>
CVA	<i>Credit valuation adjustment</i>	ONS	Office for National Statistics
DFR	<i>Deposit facility rate</i>	P2G	<i>Pillar 2 guidance</i>
DI	Datos de los estados individuales	P2R	<i>Pillar 2 requirement</i>
EDW	<i>European Data Warehouse</i>	pb	Puntos básicos
EEE	Espacio económico europeo	PEMEX	Petróleos Mexicanos
EEUU	Estados Unidos de América	PER	<i>Price Earnings Ratio</i> (relación entre el precio o valor y los beneficios)
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIB	Producto interior bruto
EMBI	<i>Emerging markets bond index</i>	PII	Posición de inversión internacional
EMCI	<i>Emerging markets currency index</i>	pp	Puntos porcentuales
EMES	<i>Emerging markets</i>	PSD2	<i>Payment Services Directive</i>
EMMI	European Money Markets Institute	PTB	<i>Price to book value</i>
EONIA	<i>Euro OverNight Index Average</i>	QIS	<i>Quantitative impact study</i>
EPA	Encuesta de Población Activa	RGPD	Reglamento general de protección de datos
EPB	Encuesta sobre préstamos bancarios	ROA	<i>Return on Assets</i> (rentabilidad del activo)
EPU	<i>Economic Policy Uncertainty Index</i>	ROE	<i>Return on Equity</i> (rentabilidad de los fondos propios)
ESRB	European Systemic Risk Board	ROF	Resultados de operaciones financieras
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	SA	<i>Standardised approach</i>
EUR	Euro	SNF	Sociedades no financieras
FED	Federal Reserve	SSM	Single Supervisory Mechanism
FL	<i>Fully loaded</i>	T2	TARGET2
FLESB	<i>Forward Looking Exercise on Spanish Banks</i>	T2S	TARGET2-Securities
FSB	Financial Stability Board	TAE	Tasa anual equivalente
FSMA	Autoridad belga de Mercados y Servicios Financieros	TARP	<i>Troubled Asset Relief Program</i>
GBP	<i>British pound sterling</i>	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
GDP	<i>Gross domestic product</i>	TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
GFSG	Green Finance Study Group	TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
ia	Interanual	TR	Trimestre
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE	Unión Europea
IED	Inversión extranjera directa	UEM	Unión Económica y Monetaria
IEF	Informe de Estabilidad Financiera	USD	<i>United States dollar</i>
IGBM	Índice General de la Bolsa de Madrid	WG-RFR	Working group on euro risk-free rates
INCIBE-CERT	Instituto Nacional de Ciberseguridad - Centro de Respuesta		

## CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

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