

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**PRIMAVERA 2019**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema









INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2019

Fecha de cierre de este Informe: 24 de Abril 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: 1698-871X (edición electrónica)

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS (\*)

AAPP:	Administraciones Públicas
ABE:	Autoridad Bancaria Europea
AMCESFI:	Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera
AFME:	Association for Financial Markets in Europe
APR:	Activos ponderados por riesgo
AT:	Activos totales
ATM:	Activos totales medios
AUROC:	<i>Area under the receiver operating characteristics curve</i> (área por debajo de la curva de características operativas del receptor)
BCBS:	Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE:	Banco Central Europeo
BIS:	Bank for International Settlements (Banco de Pagos Internacionales)
BMR:	<i>Benchmarks regulation</i> (Reglamento de índices de referencia)
CBBE:	Central de Balances del Banco de España
CBS:	<i>Consolidated banking statistics</i> (estadísticas bancarias consolidadas)
CCA:	Colchón de capital anticíclico
CCP:	Cámara de contrapartida central
CDO:	<i>Collateralized Debt Obligation</i> (obligación de deuda garantizada)
CDS:	<i>Credit Default Swaps</i> (permuta de incumplimiento crediticio)
CEMBI:	<i>Corporate Emerging Markets Bond Index</i>
CESFI:	Consejo de Estabilidad Financiera
CE1 1:	<i>Common equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)
CIR:	Central de Información de Riesgos del Banco de España
CLO:	<i>Collateralized loan obligation</i> (obligación de préstamo garantizado)
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COE:	<i>Cost of equity</i> (coste de capital)
CPMI:	Committee on Payments and Market Infrastructures
CRD:	Capital Requirements Directive
CRR:	<i>Capital requirements regulation</i> (Reglamento de requerimientos de capital)
CS:	Compañías de seguros
C/P:	Corto plazo
DCV:	Depositario central de valores
DGSyFP:	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DI:	Datos de los estados individuales
EDW:	<i>European DataWarehouse</i>
EEUU:	Estados Unidos de América
EFC:	Establecimientos financieros de crédito
EISM:	Entidades de importancia sistémica mundial
EMMI:	European Money Markets Institute
EONIA:	<i>Euro OverNight Index Average</i>
ESMA:	Autoridad europea de Mercados y Servicios Financieros
€STR:	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)
FLESB:	<i>Forward Looking Exercise on Spanish Banks</i>
FMI:	Fondo Monetario Internacional
FP:	Fondos de pensiones
FRA:	<i>Forward rate agreement</i>
FSAP:	<i>Financial System Assessment Program</i>
FSB:	Financial Stability Board
FSMA:	Autoridad belga de Mercados y Servicios Financieros
ia:	Interanual
IEF:	Informe de Estabilidad Financiera
INE:	Instituto Nacional de Estadística
IOSCO:	International Organization of Securities Commissions
ISDA:	International Swaps and Derivatives Association
JERS:	Junta Europea de Riesgo Sistémico
HQLA:	<i>High quality liquid assets</i> (activos líquidos de alta calidad)
IRPH:	Índice de referencia de préstamos hipotecarios
JUR:	Junta única de resolución
LCR:	<i>Liquidity coverage ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
LSI:	<i>Less significant institutions</i> (entidades menos significativas)
LSTI:	<i>Loan service to income</i> (cociente entre el servicio de administración del préstamo (principal e intereses) y la renta disponible del prestatario)

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

LTI:	<i>Loan to income</i> (cociente entre el valor del préstamo y la renta disponible del prestatario)
LTP:	<i>Loan to price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
LTV:	<i>Loan to value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
L/P:	Largo plazo
m:	Millones
mm:	Miles de millones
MMSR:	<i>Money market statistical reporting regulation</i> (Reglamento de estadísticas del mercado monetario)
MREL:	<i>Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities</i>
MUS:	Mecanismo Único de Supervisión
NAFTA:	<i>North American Free Trade Agreement</i>
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OEIS:	Otras entidades de importancia sistémica
OIF:	Otras instituciones financieras
OIS:	<i>Overnight indexed swap</i>
OTC:	<i>Over the counter</i> (mercados no regulados)
pb:	Puntos básicos
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i> (relación entre el precio o valor y los beneficios)
PII:	Posición de inversión internacional
PIB:	Producto interior bruto
PM:	Política monetaria
pp:	Puntos porcentuales
ROA:	<i>Return on Assets</i> (rentabilidad del activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (rentabilidad de los fondos propios)
ROF:	Resultados de operaciones financieras
RTGS:	<i>Real-time gross settlement</i> (liquidación bruta en tiempo real)
SI:	<i>Significant institutions</i> (entidades significativas)
SIFMA:	Securities Industry and Financial Markets Association
S-VAR:	<i>Structural vector autoregression</i> (vector autoregresivo estructural)
T2:	TARGET2
T2S:	TARGET2-Securities
TIPS:	TARGET Instant Payment Settlement
TLTRO:	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
TJUE:	Tribunal de justicia de la Unión Europea
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
USMCA:	United States, Mexico and Canada Agreement (Acuerdo entre Estados Unidos, México y Canadá)

## CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

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



## ÍNDICE

### PRINCIPALES RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL 17

<b>1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO</b>	23	<b>1.1 Entorno macroeconómico</b>	23
		<b>1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario</b>	26
		<b>1.3 Los sectores no financieros</b>	34
<b>2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO</b>	47	<b>2.1 Las entidades de depósito</b>	47
		<b>2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas</b>	70
		<b>2.3 Evolución de los riesgos operacionales</b>	75
<b>3 POLÍTICA MACROPRUDENCIAL</b>	83	<b>3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas</b>	83
		<b>3.2 Instrumentos y actuaciones de política macroprudencial</b>	87
		<b>3.3 Alertas y recomendaciones</b>	94
<b>4 ANEJOS</b>	97	<b>Anejo 1. Balance consolidado de las entidades de depósito</b>	97
		<b>Anejo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de las entidades de depósito</b>	98



## ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

Cuadro 1	Factores de riesgo	17
Gráfico A	Evolución de previsiones de <i>consensus</i> para 2019	18
Gráfico B	Índices de bolsa	18
Gráfico C	Rentabilidad sobre activos	19
Gráfico D	Ratio CET 1	19
Gráfico 1.1	Países sistémicos y de importancia material	24
	A Contribuciones a la variación del PIB mundial	
	B Variación intertrimestral del PIB de la UEM y contribuciones	
	C Evolución de previsiones de <i>consensus</i> para 2019	
	D Impacto global de una desaceleración en China	
Gráfico 1.2	Evolución del PIB en España	25
	A España. Variación del PIB	
	B España. Variación del PIB y contribuciones en pp	
Gráfico 1.3	Indicadores de mercados financieros	27
	A Índices de bolsa	
	B Diferenciales corporativos	
	C Tipos de interés a 10 años	
	D Diferencial de la deuda pública a 10 años frente a Alemania	
	E Índices bancarios	
	F Tipos de cambio frente al dólar	
	G Índices Goldman Sachs de condiciones financieras	
	H PER ajustado al ciclo	
Gráfico 1.4	Indicadores de actividad del mercado de la vivienda	29
	A Precio de la vivienda	
	B Indicadores de desequilibrio de precios de la vivienda	
	C Transacciones	
	D Visados y creación neta de hogares periodo expansivo	
Gráfico 1.5	Crédito al sector inmobiliario	31
	A Crédito a construcción y actividades inmobiliarias	
	B Crédito a construcción y actividades inmobiliarias. Variación anual en diciembre de 2018. Distribución	
	C Crédito hipotecario para adquisición de vivienda	
Gráfico 1.6	Normalización de los estándares de crédito hipotecario	33
	A Ratio LTV. Distribución	
	B Ratio LTP. Distribución	
	C Ratio LTI. Distribución	
	D Ratio LSTI. Distribución	
	E Plazo. Distribución	
	F Diferencial de tipos de interés	
Gráfico 1.7	Financiación y endeudamiento en España	35
	A Crédito a hogares por finalidad. Variación interanual	
	B Financiación a sociedades no financieras. Variación interanual	
	C Ratios de endeudamiento	
	D Empresas sujetas a mayor presión financiera en dos períodos consecutivos	
	E Financiación AAPP. Tasas interanuales. Contribución por instrumento	
	F Situación patrimonial de las AAPP	

Gráfico 1.8	Endeudamiento de los hogares	39
	A Ratio de pagos por deuda / renta bruta del hogar	
	B Ratio de importe préstamo consumo / renta bruta	
Gráfico 1.9	Productividad de empresas y financiación bancaria	39
	A Densidades <i>kernel</i> de la productividad según las empresas que no disminuyeron su financiación en el año 2018 y resto	
	B Impacto acumulado de la productividad sobre la variación del crédito a empresas no financieras	
Gráfico 2.1	Crédito al sector privado residente	47
	A Volumen de crédito y tasa de variación interanual	
	B Volumen de crédito nuevo en los últimos 12 meses y tasa de variación interanual	
Gráfico 2.2	Distribución por entidades de la variación del crédito al sector privado residente	48
	A Distribución de la tasa de variación del crédito total	
	B Distribución de la tasa de variación del crédito a empresas no financieras	
Gráfico 2.3	Tipos de interés de las nuevas operaciones	48
	A Tipos de interés (TAE) de nuevas operaciones - empresas	
	B Tipos de interés (TAE) de nuevas operaciones - hogares	
Gráfico 2.4	Ratio de dudosos del sector privado residente	49
Gráfico 2.5	Activos dudosos del sector privado residente. Flujos	50
Gráfico 2.6	Activos adjudicados	50
	A Importe de los activos adjudicados	
	B Descomposición de los activos adjudicados	
Gráfico 2.7	Exposición a Reino Unido y evolución de los préstamos en el exterior	51
	A Exposición a Reino Unido	
	B Evolución de los préstamos en el exterior	
Gráfico 2.8	Ratio de préstamos dudosos	52
	A Evolución de la ratio de préstamos dudosos en el exterior	
	B Ratio de préstamos dudosos. Comparativa europea	
Gráfico 2.9	Ratio de cobertura de liquidez	53
	A Evolución de la ratio LCR agregada	
	B Distribución de la ratio LCR en función de las salidas netas de liquidez	
Gráfico 2.10	Ratio de cobertura de liquidez. Comparativa europea. Países del MUS y Reino Unido	54
Gráfico 2.11	Financiación mayorista	55
	A Balance del Eurosistema y exceso de liquidez	
	B Saldo vivo de las subastas del Eurosistema	
	C Volumen de contratación en los mercados monetarios de la UE	
	D Tipos de los mercados monetarios de la UE	
	E Principales emisiones de las entidades de depósito españolas en los mercados mayoristas de medio y largo plazo	
Gráfico 2.12	Coste en Europa de las emisiones de distintos instrumentos de deuda	59
	A Coste de las emisiones de distintos instrumentos de deuda	
	B Coste medio de las emisiones de distintos instrumentos de deuda entre 2016 y 2018 por país	
	C Coste medio de las emisiones de distintos instrumentos de deuda por año	
	D Efecto del nivel de CET1 en el coste de los distintos instrumentos de deuda	
Gráfico 2.13	Rentabilidad a nivel consolidado	61
	A Descomposición de la variación del resultado consolidado atribuido a la entidad dominante en diciembre de 2018 con respecto a diciembre de 2017. Porcentaje sobre ATM	
	B Porcentaje sobre ATM de las pérdidas por deterioro de activos financieros	

Gráfico 2.14	<b>Evolución del margen de intereses y comisiones netas</b>	62
	A Ingresos y costes financieros y margen de intereses	
	B Comisiones netas. Importes y porcentaje sobre margen bruto	
Gráfico 2.15	<b>Ratio de eficiencia y estructura de gastos de explotación</b>	62
	A Evolución de la ratio de eficiencia	
	B Descomposición de gastos de administración y amortización	
Gráfico 2.16	<b>Comparación europea de medidas de rentabilidad y eficiencia. Países del MUS y Reino Unido</b>	63
	A Rentabilidad sobre activos	
	B Ratio de eficiencia	
Gráfico 2.17	<b>Capital y activos ponderados por riesgo</b>	64
	A Ratios de capital	
	B Niveles de capital y de exposición al riesgo	
Gráfico 2.18	<b>Variación de la ratio de capital ordinario de nivel 1</b>	65
	A Distribución de la variación de la ratio de CET1	
	B Tasa de variación del CET1 y de los APRs en 2018	
Gráfico 2.19	<b>Composición de la ratio CET1 y dividendos como porcentaje de APRs</b>	66
	A Composición de la ratio de capital ordinario de nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo	
	B Dividendos como porcentaje de los activos ponderados por riesgo de 2018	
Gráfico 2.20	<b>Comparación europea de medidas de solvencia. Países del MUS Y Reino Unido</b>	67
	A Ratio CET1	
	B Ratio de apalancamiento	
Gráfico 2.21	<b>Escenarios para análisis de sensibilidad FLESB</b>	68
	A Impacto sobre la tasa de variación acumulada del PIB	
	B Impacto sobre la tasa de variación acumulada del precio de la vivienda	
Gráfico 2.22	<b>Resultados del análisis de sensibilidad FLESB</b>	69
Gráfico 2.23	<b>Evolución del total activo financiero de los sectores que componen el sistema financiero</b>	71
	A Evolución de los activos financieros del sector financiero bancario y no bancario	
	B Evolución de los activos financieros de las otras entidades financieras	
Gráfico 2.24	<b>Interconexiones entre bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y OIF</b>	73
Gráfico 2.25	<b>Exposiciones de bancos a otros sectores</b>	73
	A Exposiciones de bancos a OIF	
	B Exposiciones de bancos a compañías de seguros	
Gráfico 2.26	<b>Pasivos de bancos frente a otros sectores e interconexiones de OIF con otros sectores</b>	74
	A Pasivos de bancos frente a OIF	
	B Pasivos de bancos frente a compañías de seguros	
	C Pasivos de bancos frente a los fondos de pensiones	
	D Interconexiones de OIF con bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones	
Gráfico 2.27	<b>Costes de conducta inapropiada y dotaciones a gastos legales</b>	76
	A Costes de conducta inapropiada	
	B Dotaciones a provisiones por gastos legales y litigios fiscales	
Gráfico 3.1	<b>Mapa de indicadores por subcategorías</b>	87
Gráfico 3.2	<b>Indicadores complementarios para decisiones del CCA</b>	91
	A Indicadores de desequilibrio de precios de la vivienda	
	B Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	

C Intensidad del crédito

D Endeudamiento del sector privado

Gráfico 3.3 Brechas de producción y crédito-PIB 92

Cuadro 3.1 Colchones de capital para entidades sistémicas 93

Gráfico 3.4 Colchones de capital para entidades sistémicas exigidos en 2019 94

## ÍNDICE DE RECUADROS

- Recuadro 1.1 Determinantes de la evolución de la cartera de crédito al consumo 36**
- A Tasa de variación interanual del crédito al consumo y sus componentes
  - B Tasa de variación interanual del crédito dudoso al consumo y sus componentes
  - C Relación entre consumo duradero y renta disponible
  - D Descomposición de los factores de oferta y demanda del crédito al consumo
  - E Variación del crédito total al consumo. Sensibilidades
  - F Variación del crédito dudoso al consumo. Sensibilidades
- Recuadro 1.2 El crédito apalancado al sector de grandes empresas 40**
- A Emisión de *leveraged loans* y *high-yield bonds*
  - B Emisión de CDO/CLO
  - C Flujo de emisiones de *leveraged loans* por país del prestatario
  - D *Stock* de emisiones de *leveraged loans* por país del prestatario
  - E Préstamos sindicados a sociedades no financieras
  - F Préstamos sindicados a sociedades no financieras en porcentaje sobre préstamos a sociedades no financieras
  - G Distribución de la ratio deuda-activo por riesgo dispuesto en préstamos sindicados
  - H Porcentaje de volumen dispuesto por *buckets* de ratio de deuda grandes empresas
- Recuadro 1.3 Evolución de la posición de inversión internacional de España 44**
- A Balanza por cuenta corriente y de capital
  - B PII neta. Comparación internacional
  - C PII neta. Desglose por categorías funcionales
  - D PII neta. Desglose por sector institucional
  - E Deuda externa. Comparación internacional
  - F Estructura de la deuda externa bruta. Desglose por sector institucional y plazo de emisión
- Recuadro 2.1 Reforma de índices de referencia: del EONIA al €STR 57**
- Recuadro 2.2 Las entidades de contrapartida central y sus implicaciones para la estabilidad financiera 78**
- Esquema A Compensación bilateral y centralizada
- A Derivados OTC compensados a través de CCP
  - B Volúmenes compensados por CCP en el segmento de *swaps*, por moneda y área geográfica
  - C Margen inicial depositado por los cinco mayores miembros. Segmento de *swaps*
  - D Bancos como miembros compensadores. Segmento de *swaps*
- Recuadro 3.1 AMCESFI: la nueva autoridad macroprudencial del sistema financiero español 84**
- Esquema A Membresía institucional de la AMCESFI
- Recuadro 3.2 El cálculo de la brecha crédito-PIB y la duración del ciclo financiero en España 89**
- A Brechas de crédito-PIB adaptadas para ciclos de crédito de entre 15 y 20 años
  - B Capacidad predictiva de las brechas de crédito-PIB adaptadas para ciclos de crédito de entre 15 y 20 años








**En los últimos seis meses los riesgos para la estabilidad del sistema financiero español han aumentado.** Al igual que en la economía global, los riesgos macrofinancieros se han intensificado en nuestro país. Este incremento es consecuencia, sobre todo, de la desaceleración económica mundial reciente, que se ha concentrado particularmente en Europa y China, y del aumento generalizado de la incertidumbre. Este contexto podría generar un aumento de la volatilidad de los mercados financieros y un incremento de las primas de riesgo, además de provocar presiones adicionales a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario, que se sigue manteniendo en niveles reducidos. Además, se identifica un riesgo específico para las entidades de depósito españolas, derivado del potencial incremento de las demandas judiciales. En consecuencia, los principales factores de riesgo para el sistema financiero que se identifican en este Informe de Estabilidad Financiera (IEF) son los siguientes (Cuadro 1):

FACTORES DE RIESGO (a)

CUADRO 1

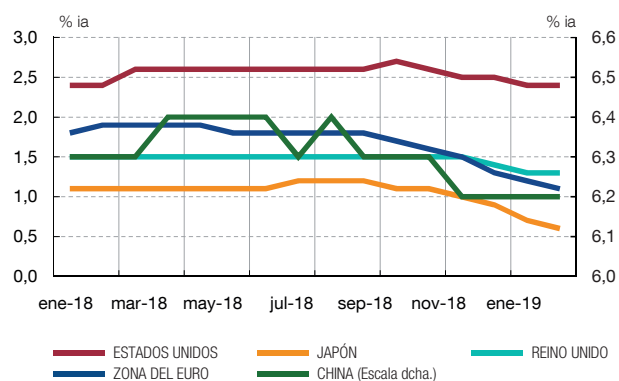
<p>1 La ralentización económica global y, en particular, europea y china, junto a una mayor incertidumbre geopolítica, puede suponer un aumento significativo de las primas de riesgo que impacte negativamente en el precio de los activos financieros, tanto de renta fija, privada y pública, como variable.</p>	
<p>2 En un contexto de márgenes reducidos, la rentabilidad de los bancos españoles se verá sometida a una presión adicional por las consecuencias de la desaceleración económica.</p>	
<p>3 Las entidades de depósito españolas, con distinta intensidad, afrontan un riesgo legal derivado del potencial incremento de las demandas judiciales contra ellas.</p>	

FUENTE: Banco de España.

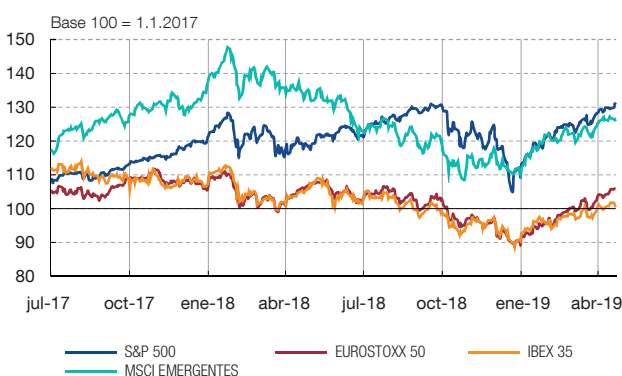
a Los riesgos que aparecen en este cuadro se gradúan utilizando cuatro colores: el verde denota una situación de ausencia de riesgo, el amarillo indica riesgo bajo, el naranja riesgo medio y el rojo riesgo alto. En consecuencia, en la actualidad los tres riesgos corresponden a un nivel medio. El horizonte temporal para el que se definen los anteriores riesgos queda establecido por la frecuencia del IEF, esto es, tiene vigencia semestral. Las flechas indican si el riesgo ha aumentado, se ha mantenido estable, o ha disminuido recientemente.

**1 Ralentización económica e incertidumbre geopolítica con potencial impacto en los precios de los activos a través de un incremento de las primas de riesgo.** En los meses transcurridos de 2019 las fuentes de incertidumbre económica y geopolítica existentes a finales del año previo parecen haberse incrementado. Persisten las tensiones comerciales a nivel global y las negociaciones para alcanzar nuevos acuerdos afrontan importantes dificultades. De hecho, los indicadores de la economía de China se están resintiendo por las tensiones comerciales con EE.UU. y por sus propios desequilibrios macrofinancieros. Una desaceleración significativa de esta economía podría tener importantes repercusiones para otras economías emergentes destinatarias de su inversión y origen de sus importaciones de bienes y servicios. En este sentido, cabe destacar cómo en las últimas semanas han retornado las tensiones en los mercados financieros en relación a Turquía y Argentina, tras la calma que supuso la adopción

A EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019



B ÍNDICES DE BOLSA



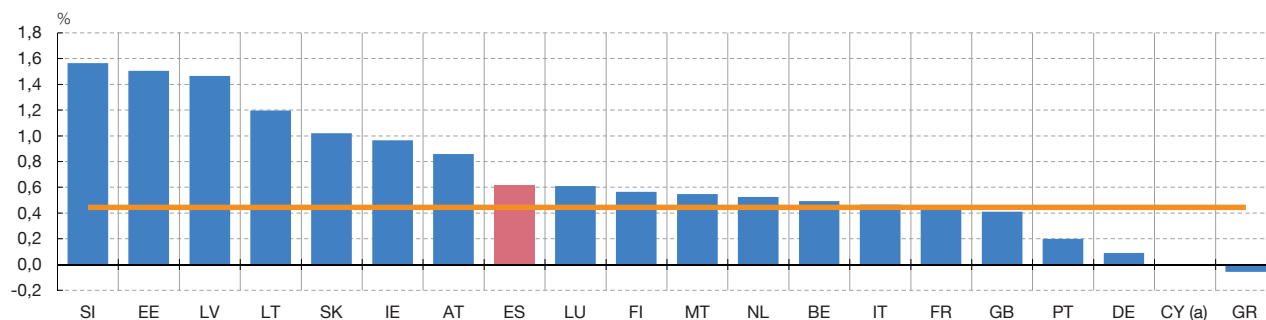
FUENTES: Consensus y Datastream.

de drásticas medidas monetarias y fiscales durante el año pasado y las ayudas financieras que el FMI concedió al país latinoamericano. La recesión económica que están atravesando ambos países, la reducida cobertura de las reservas internacionales en Turquía y los escasos avances de Argentina en la estabilización macroeconómica se configuran como sus principales vulnerabilidades. En Europa, el riesgo de una salida desordenada del Reino Unido de la UE (*Brexit*) se ha aplazado, tras el acuerdo del Consejo Europeo, hasta el 31 de octubre de este año. Por otra parte, se mantiene la incertidumbre asociada a la situación fiscal de Italia, en un contexto de recesión económica en el último semestre del año pasado, y la economía alemana ha presentado una significativa desaceleración. En España, persiste la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas.

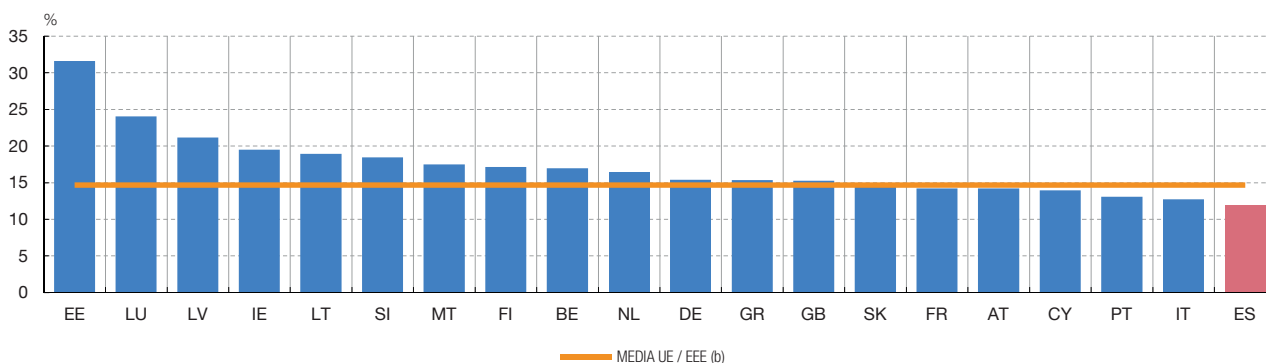
Este entorno de incertidumbre está afectando a la evolución de la actividad económica global, con revisiones a la baja generalizadas de las previsiones de PIB (gráfico A), que han sido especialmente acusadas en el área del euro. A pesar de ello, las valoraciones bursátiles (gráfico B) han recuperado buena parte de la corrección a la baja que experimentaron a finales de 2018 y las primas de riesgo se han mantenido en niveles reducidos. Con respecto al IEF precedente, la intensificación de esta tendencia a la ralentización económica global podría desatar una corrección, vía aumentos de las primas de riesgo, de las valoraciones en los mercados financieros internacionales con consecuencias negativas sobre las condiciones financieras globales y las de España, mientras que la probabilidad de una corrección asociada a una normalización de las políticas monetarias más intensa de lo esperado se disipa, ya que los bancos centrales están prolongando las políticas ultra-expansivas para dar mayor soporte a la actividad, en un contexto de expectativas de inflación contenidas.

**2 Márgenes reducidos y presión sobre la rentabilidad de las entidades financieras españolas.** Los resultados netos consolidados de las entidades de depósito españolas experimentaron un crecimiento significativo en 2018, atribuible en gran medida a la mayor contribución positiva de resultados extraordinarios y a la disminución de las provisiones por deterioro de activos. A pesar de ello, el ROA siguió siendo reducido, si bien éste se situó por encima del promedio de las entidades europeas (gráfico C). De cara al futuro,

**C RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS**  
Diciembre de 2018



**D RATIO CET 1**  
Diciembre de 2018



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

a Dato no publicado por la ABE.

b Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

las expectativas de desaceleración económica global, y, en particular, europea, y el consecuente retraso en el proceso de normalización de la política monetaria, someterá a mayor presión a los márgenes de las entidades de depósito.

**3 Riesgo legal derivado del potencial incremento de las demandas judiciales contra las entidades de depósito.** En los últimos años, el riesgo legal, vinculado a litigios judiciales, que afecta a la banca española se ha incrementado significativamente. Las entidades han estado involucradas en un número elevado de procesos judiciales, en los que se cuestionaban ciertas condiciones contractuales en sus operaciones hipotecarias. El coste de estos procesos para las entidades ya se ha hecho efectivo en un número de casos (por ejemplo, en las cláusulas suelo, con más de 2.200 millones de euros devueltos a los clientes hasta enero de 2019), pero existen todavía procedimientos judiciales muy relevantes pendientes de resolución. Así, se prevé que en la segunda mitad del año el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) responda a las cuestiones prejudiciales planteadas en relación con la utilización del índice de referencia de los préstamos hipotecarios (IRPH). Dependiendo del pronunciamiento del TJUE, podría producirse un aumento de las demandas judiciales contra los bancos españoles con impacto en aquellas entidades con mayor volumen de préstamos hipotecarios indicados al IRPH, lo que exige de estas entidades una apropiada medición del posible impacto contingente y medidas de gestión y prevención adecuadas.

Como reflexión más general, la manifestación del riesgo legal, entre otros factores, se ha traducido en una pérdida de reputación para el sector bancario, en España y en otros países, que las entidades deben esforzarse en revertir proporcionando a sus clientes los productos financieros adecuados a sus necesidades y capacidades, así como suministrando la información relevante de manera clara y transparente. La reputación y la confianza de los clientes es un elemento esencial para desarrollar el negocio bancario.

**En este contexto, la economía española mantiene algunos factores de vulnerabilidad.**

El elevado endeudamiento público y externo hace que tanto las AAPP como el conjunto de la economía se vean comparativamente muy expuestos a posibles encarecimientos en el coste de financiación, asociados, por ejemplo, a eventuales repuntes en las primas de riesgo, o ante una evolución macroeconómica adversa. La posición patrimonial de los hogares ha tendido a fortalecerse gracias a la disminución de su endeudamiento en los últimos años y a la mejoría de las rentas y del empleo como consecuencia de la recuperación económica. Sin embargo, persisten segmentos de hogares españoles en una situación de mayor fragilidad, situándose la tasa de ahorro agregada de los hogares en niveles muy reducidos. Esto está en parte vinculado al mayor recurso de las familias al crédito para consumo, que, a pesar de haberse moderado durante los últimos meses, sigue creciendo a un ritmo notable. Por su parte, el sector empresarial continúa reduciendo también sus niveles de endeudamiento, y las empresas más productivas concentran la concesión de nuevos préstamos por las entidades financieras. No obstante, persisten algunos segmentos con una situación más vulnerable, en concreto, el colectivo de empresas de menor dimensión y, sobre todo, las que operan en el sector inmobiliario y de la construcción.

En cuanto al sector inmobiliario, éste mantiene el proceso de recuperación de la actividad y de los precios. En particular, el nivel medio de las estimaciones de la desviación de los precios en el sector en relación con su tendencia de medio plazo ha aumentado, alejándose del rango negativo pero situándose actualmente en valores cercanos al equilibrio. Asimismo, aunque no se observa una relajación en las condiciones de concesión de los préstamos nuevos, su ritmo de crecimiento es elevado, por lo que será necesario mantener la vigilancia en este mercado. En cualquier caso, los préstamos nuevos no compensan aún las amortizaciones de los ya existentes, lo que supone que el crédito a los hogares para adquisición de vivienda se siga reduciendo a nivel agregado.

**Las entidades de depósito siguen afrontando el reto de mejorar sus niveles de rentabilidad y solvencia.** De hecho, los bancos españoles redujeron su ratio de solvencia de mayor calidad (CET1) en el último año, manteniéndose en la última posición de las jurisdicciones europeas (gráfico D), si bien anunciando un aumento de sus ratios de capital objetivo. En este sentido, la mejora de la cuenta de resultados es un elemento clave para el reforzamiento de sus niveles de solvencia, como lo es también la medición de riesgos y sus coberturas mediante tipos de interés adecuados. Además, la reducción de costes operativos, la inversión en nuevas tecnologías y una adecuada selección de las estrategias de negocio, se configuran como elementos adicionales para la mejora de la rentabilidad del negocio en el medio y largo plazo. Una mayor solvencia contribuiría también a cumplir con los requerimientos de MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*) que las entidades españolas tendrán que satisfacer de manera progresiva en los próximos años. Dichos requerimientos pueden significar desafíos relevantes para entidades de tamaño medio y pequeño, con fuentes de financiación mayoritariamente minoristas y con menor capacidad de acceso al mercado mayorista de fondos.

**La sensibilidad de los ratios de capital de las entidades a la materialización individual de algunos de los riesgos macroeconómicos es elevada, pero la ratio agregada de solvencia del sistema bancario se mantendría en un nivel adecuado.** En el marco de las pruebas de resistencia y utilizando determinados elementos de la metodología FLESB del Banco de España, en este IEF se analiza el potencial impacto de la materialización independiente de distintos riesgos macrofinancieros identificados. En particular, se estima el impacto de: i) un descenso de la actividad global, ii) una reducción de la confianza de consumidores y empresas en España, iii) la reversión de las cotizaciones de la bolsa; y iv) una reducción de los precios de la vivienda. Estas perturbaciones se calibran para recoger situaciones extremas. Para el periodo 2018-2020, el efecto máximo acumulado de la materialización individual de estos riesgos sobre el crecimiento del PIB español es del orden de 6 pp y de casi 30 pp sobre el crecimiento de los precios de la vivienda. Esto se traduciría en un impacto en la ratio media de solvencia de las entidades financieras de 2 pp en promedio en este horizonte de tres años. Sin embargo, no debe olvidarse que, en un escenario económico adverso, es posible la materialización simultánea de varios de estos riesgos.

**El análisis de las interrelaciones de las entidades de depósito con el resto del sistema financiero refleja un elevado grado de bancarización de la economía española y la magnitud limitada de las interconexiones directas.** Las entidades de depósito acumulan una buena parte de los activos del sistema financiero español, al igual que ocurre en el resto de economías continentales europeas. Sin embargo, desde la crisis financiera global su peso se ha reducido, en una tendencia también constatada en otras jurisdicciones. Este proceso tiene sus ventajas, ya que permite que tanto oferentes como demandantes de fondos amplíen sus opciones de inversión y de financiación y que se diversifiquen mejor los riesgos. Pero también supone retos, al incrementar las interconexiones entre instituciones financieras y, por tanto, elevar las posibilidades de contagio. Asimismo, resulta importante analizar y entender las fuentes de riesgos que pudieran generar estos otros actores, dado que podrían operar a través de canales distintos a los de la banca tradicional. En el caso español, aunque estas interconexiones han aumentado, siguen siendo reducidas. Además, no se detectan grandes riesgos a corto plazo en las instituciones financieras no bancarias (fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones).

**La orientación de la política macroprudencial seguida por el Banco de España en los últimos meses se ha mantenido estable.** Dado que los indicadores de riesgo sistémico se encuentran en niveles bajos en una perspectiva histórica amplia, que se está produciendo una cierta desaceleración del crédito al consumo y que el análisis de la materialización individual de riesgos macroeconómicos identificados muestra que éstos tendrían un impacto significativo pero asumible sobre el nivel medio de solvencia de las entidades, no se ha considerado necesaria la activación de nuevas medidas macroprudenciales o la recalibración de las actualmente aplicables. En particular, el colchón de capital anticíclico (CCA) se mantiene inalterado en el 0 %, de acuerdo con lo señalado por la brecha crédito-PIB y otros indicadores cuantitativos de riesgo sistémico cíclico. No obstante, el Banco de España está desarrollando procedimientos para adaptar la brecha crédito-PIB a la realidad del ciclo financiero español y tener en cuenta su relación con otras variables fundamentales, al tiempo que monitorizará la evolución del resto de indicadores cuantitativos y de sus proyecciones a medio plazo.



### 1.1 Entorno macroeconómico

#### 1.1.1 ENTORNO INTERNACIONAL

**La economía mundial se ha desacelerado en los últimos trimestres, en un contexto de persistentes tensiones comerciales.** El PIB mundial creció un 3,6 % en 2018, una décima menos que en 2017 y por debajo de lo esperado al principio del año, con un perfil de desaceleración que se acentuó en los meses finales del ejercicio (gráfico 1.1.A). La actividad económica se mantuvo más robusta en Estados Unidos, aunque también se han apreciado señales de cierta moderación del crecimiento recientemente. En el resto de economías avanzadas, el crecimiento del PIB también se situó por debajo de lo esperado, especialmente en el área del euro. En este contexto, la política monetaria en las principales economías avanzadas está adoptando un tono más acomodaticio. Entre las economías emergentes, los indicadores económicos de China mostraron signos de desaceleración, a lo que las autoridades han respondido con nuevas medidas de estímulo. En otras regiones se observó también un menor dinamismo, en particular en las economías más vulnerables, como Argentina o Turquía, donde los anuncios de sendos programas de estabilización macroeconómica no han logrado impedir un incremento de las tensiones en las últimas semanas.

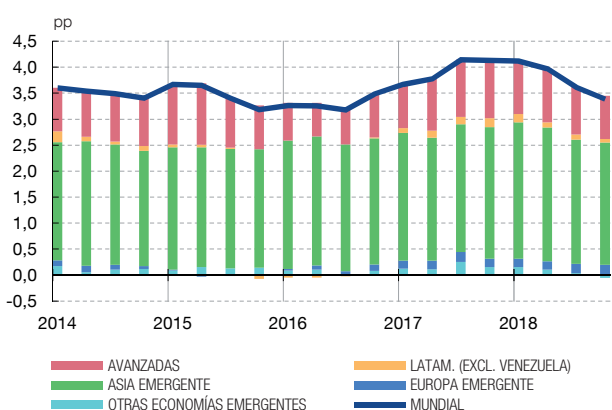
**En la UEM, la desaceleración de la actividad económica en 2018 fue especialmente intensa en la segunda mitad del año.** El crecimiento del PIB, que en 2018 se situó en el 1,8 %, siete décimas por debajo del observado en 2017, experimentó una ralentización intensa en el tramo final del año, que se ha prolongado a principios de 2019 (gráfico 1.1.B) y ha afectado a la mayoría de los países, en particular, a Alemania. Este deterioro respondería a una menor contribución del sector exterior al crecimiento, que vendría explicada por la debilidad que han registrado, por una parte, países y, por otra, productos como bienes de inversión y automóviles, muy relevantes en el patrón de especialización europeo, así como por la pasada apreciación del euro, las tensiones comerciales y la incertidumbre geopolítica<sup>1</sup>. Algunos indicios sugieren que esta debilidad de la demanda externa ha comenzado a trasladarse ya a la demanda interna, en particular a la inversión, y al empleo.

**Las perspectivas para la economía mundial en 2019 son de una desaceleración moderada, pero con importantes riesgos a la baja.** La debilidad reciente de la economía mundial ha dado lugar a una revisión a la baja de las previsiones económicas, en las economías avanzadas —especialmente en el área del euro—, y en las emergentes (gráfico 1.1.C). En particular, el carácter persistente de la desaceleración llevó a una rebaja de las previsiones del Banco Central Europeo (BCE) para 2019 y 2020 en marzo, situándolas en el 1,1 % y 1,6 %, respectivamente, 6 y 1 décimas menos que lo previsto en diciembre. Sobre este escenario central, destacan los riesgos de que se produzca una evolución más desfavorable que la prevista, relacionados con la incertidumbre de política económica (en especial, con la política comercial) y con la posibilidad de una desaceleración más intensa de lo esperado en algunas economías sistémicas, como China. En este país, las autoridades se enfrentan al dilema de estimular la actividad económica a corto plazo, conteniendo la desaceleración, a costa de frenar la senda de corrección de sus desequilibrios macrofinancieros y aumentar posiblemente el riesgo de un ajuste

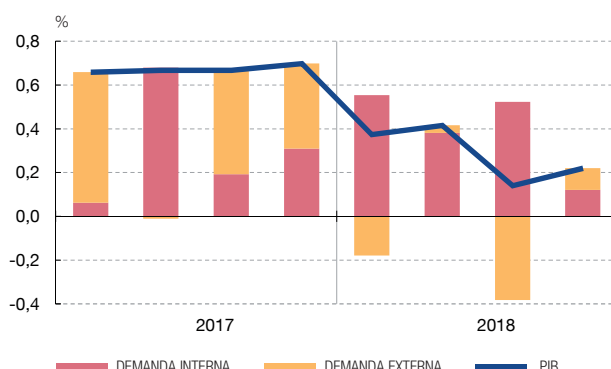
<sup>1</sup> Para más detalles, véase el Recuadro 2, «El impacto de la desaceleración del comercio mundial sobre las exportaciones de la UEM», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

La economía mundial continúa en desaceleración, en un contexto de importantes riesgos para el crecimiento y revisiones a la baja de las previsiones económicas. Un aumento de las tensiones proteccionistas, la posibilidad de un Brexit desordenado sin acuerdo, un ajuste de los mercados financieros o una desaceleración más intensa de la economía china podrían tener un impacto severo sobre la actividad global.

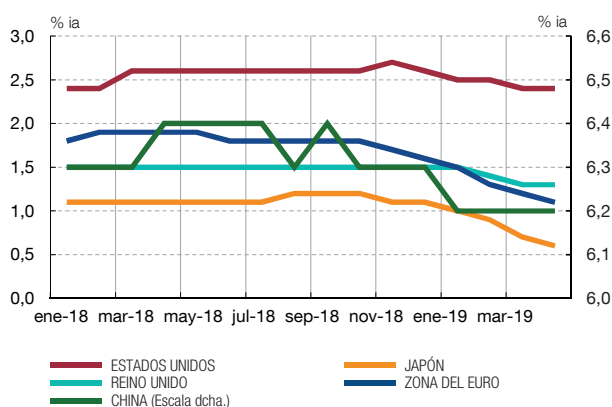
A CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



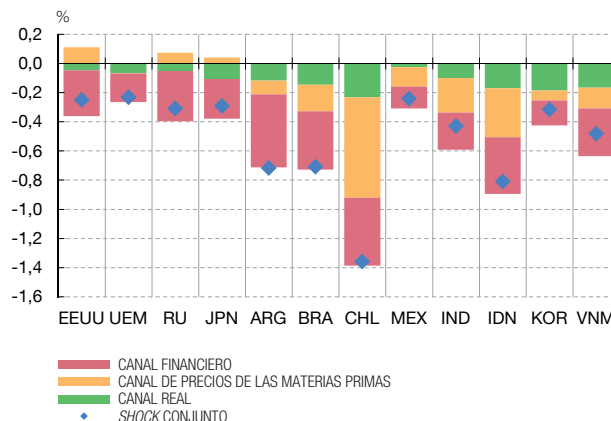
B CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB DE LA UEM Y CONTRIBUCIONES



C EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019



D IMPACTO GLOBAL DE UNA DESACELERACIÓN EN CHINA (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat, Consensus, IFS.

a Simulaciones con el modelo NiGEM. Impacto sobre el crecimiento del PIB en el primer año de una caída de 1 pp del crecimiento potencial y la demanda interna en China, que lleva asociada una reducción del 7 % de los precios del petróleo y del 8 % del precio de los metales y efectos adversos sobre los mercados financieros globales (corrección del 10 % de las bolsas de China, Europa, Japón y EEUU; aumento de 50 pb de la prima de riesgo de las acciones; y aumento de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes).

más brusco en el futuro. Dado el creciente peso de China en la economía mundial, una desaceleración más intensa de lo esperado en este país podría acarrear importantes consecuencias globales, a través de los canales comerciales, financieros y de confianza, y de los mercados de materias primas (gráfico 1.1.D). Para el área del euro, otra fuente importante de preocupación radica en que la recesión en Italia acabe deteriorando su situación fiscal y los balances de los bancos italianos. A todo ello se suma el riesgo, muy sustancial, de una posible salida abrupta y sin acuerdo del Reino Unido de la UE<sup>2</sup>.

**Los riesgos en las economías emergentes más relevantes para España son también significativos.** En Brasil, el nuevo gobierno ha presentado su propuesta de reforma de la Seguridad Social. Si bien ésta ha sido acogida de forma favorable por los mercados,

<sup>2</sup> Para más detalles, véase «Brexit: balance de situación y perspectivas», Documento Ocasional No. 1905 (marzo 2019) del Banco de España.



aún se enfrenta a un largo y arduo proceso hasta su aprobación, por lo que persiste el riesgo de que la deuda pública siga aumentando de forma notable en los próximos años. En México también existen preocupaciones en el frente fiscal, debido a la situación de la empresa pública petrolera PEMEX y a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía; esto ha llevado a varias agencias de calificación a revisar con un signo negativo las perspectivas para su deuda pública. Persiste, además, la incertidumbre en cuanto al comportamiento del sector exterior, puesto que el tratado USMCA que sustituiría al NAFTA aún no se ha aprobado en las Cámaras Legislativas de Estados Unidos, México y Canadá. Por último, Argentina y Turquía prosiguen su lento proceso de ajuste, con riesgos procedentes tanto del entorno exterior, fundamentalmente asociados a una posible apreciación del dólar, como del ámbito interno. En particular, en Turquía existe el riesgo de que se relajen las políticas monetarias y fiscales recientemente implementadas y, en Argentina, las elecciones presidenciales que deben celebrarse a finales de 2019 podrían generar dudas sobre la orientación de la política económica futura en el país y provocar nuevas turbulencias en los mercados que complicarían el ajuste macroeconómico.

### 1.1.2 ESPAÑA

**En el tramo final de 2018, la economía española conservó su inercia expansiva, que se habría prolongado en los primeros meses de 2019.** De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, en el primer trimestre de 2019 el PIB habría aumentado un 0,6% en términos intertrimestrales (gráfico 1.2.A) y un 2,4% en términos interanuales. Como en 2018, este dinamismo habría descansado principalmente en la robustez de la demanda interna, mientras que las exportaciones se habrían desacelerado significativamente reflejando el deterioro del entorno exterior (gráfico 1.2.B). Por su parte, el empleo habría seguido aumentando al compás del avance de la actividad, lo que habría favorecido un nuevo descenso de la tasa de paro, aunque mostrando también un perfil de desaceleración.

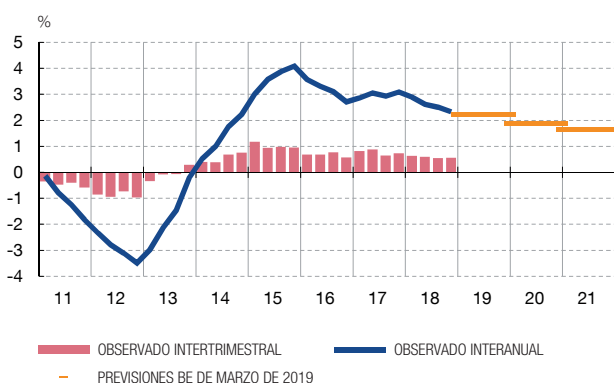
**Las perspectivas de corto y medio plazo suponen una continuación del crecimiento, aunque a ritmos algo más bajos y con riesgos a la baja.** Las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España, publicadas en marzo, contemplan la prolongación de la fase expansiva a lo largo del período 2019-2021, aunque

### EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA

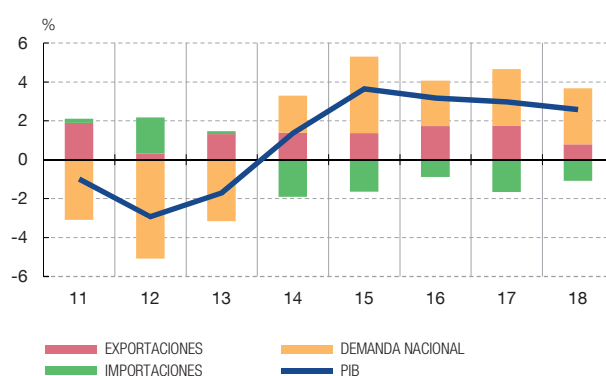
GRÁFICO 1.2

Se proyecta una prolongación de la fase expansiva a lo largo del período 2019-2021, aunque con un perfil de gradual desaceleración, y con riesgos a la baja. El dinamismo del PIB se habría apoyado en la robustez de la demanda interna, mientras que las exportaciones se habrían desacelerado significativamente.

A ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB



B ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIONES EN PP



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

con un perfil de gradual desaceleración del PIB (gráfico 1.2.A)<sup>3</sup>. Este escenario central está condicionado por unos riesgos internos, además de los externos, que, en caso de materializarse, podrían traducirse en una evolución más desfavorable de la actividad económica. Entre ellos cabe destacar los asociados a la indefinición sobre la senda de la política fiscal, tanto en el corto como en el medio plazo y, en general, sobre la orientación futura de la política económica.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

### 1.2.1 MERCADOS FINANCIEROS

**En los últimos meses de 2018 se produjo un episodio de aumento de la aversión al riesgo de los inversores en los mercados financieros globales.** A raíz del mismo, se observaron caídas generalizadas en los precios de las acciones y aumentos en las primas de riesgo de crédito (gráfico 1.3.A y gráfico 1.3.B), repuntes de la volatilidad, y descensos en los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana de mayor calidad crediticia, que actuó como refugio (gráfico 1.3.C). Esta evolución estuvo motivada por la publicación de indicadores macroeconómicos que mayoritariamente decepcionaron las expectativas de mercado, el pesimismo en torno a las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, y una política monetaria por parte de la Reserva Federal estadounidense menos acomodaticia de lo esperado por el mercado.

**Desde principios de año, los mercados financieros han mostrado, en general, una notable recuperación.** A pesar de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento global, el tono más acomodaticio adoptado por la Reserva Federal de EE.UU. en las últimas semanas de 2018, que ha provocado que los mercados no descuenten actualmente ninguna subida en los tipos de interés de referencia en esa economía durante 2019 y que anticipen, incluso, un posible recorte y un mayor optimismo respecto a la posibilidad de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, propiciaron ganancias bursátiles generalizadas y la apreciación de otros activos de riesgo a principios de 2019. Las medidas implementadas por China para contrarrestar la ralentización de su economía y algunas sorpresas positivas en los resultados empresariales en Estados Unidos también contribuyeron a esta recuperación de los mercados.

**El Banco Central Europeo (BCE) también ha adoptado un tono más acomodaticio en su política monetaria.** En marzo, el Consejo de Gobierno del BCE extendió el horizonte temporal mínimo en el que espera mantener sus tipos de interés oficiales en los niveles actuales («al menos hasta el final de 2019»), lo que provocó un retraso adicional en las expectativas del mercado sobre la fecha de la primera subida de tipos en la región<sup>4</sup>. El Consejo de Gobierno también acordó la implementación de una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), que comenzarán en septiembre de 2019 y pretenden mantener unas condiciones de financiación favorables y una transmisión fluida de la política monetaria.

**En este contexto, en la parte transcurrida de 2019, en los mercados financieros de la UEM se han reducido las primas de riesgo de la deuda de varios soberanos y las de los bancos, al tiempo que sus cotizaciones bursátiles se han recuperado parcialmente de las caídas del tramo final del pasado ejercicio.** En España y Portugal,

<sup>3</sup> Para más detalles, véase el Recuadro 1, «Proyecciones Macroeconómicas en España (2018-2020)», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

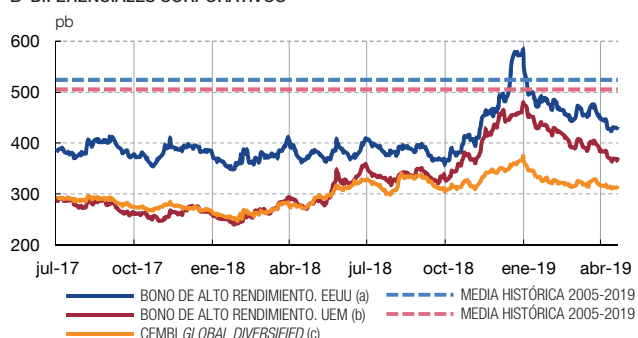
<sup>4</sup> Para más detalles, véase el Recuadro 4, «Expectativas de mercado sobre el tipo de interés de referencia en el área del euro», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

Tras el episodio de inestabilidad en los mercados financieros globales de finales de 2018, los indicadores de mercados se han recuperado notablemente en los primeros meses de 2019 coincidiendo con el tono más acomodaticio de los principales bancos centrales, entre otros factores. Las condiciones financieras en las principales economías mundiales se han endurecido en comparación con el cierre del anterior IEF, pero se mantienen holgadas, como sugieren la recuperación de las bolsas, la caída en la rentabilidad de la deuda soberana, los menores diferenciales corporativos y la relativa estabilidad del dólar.

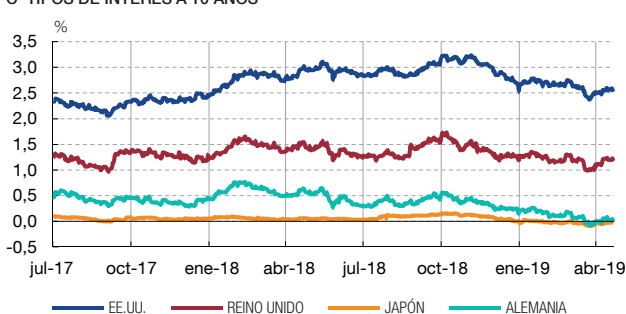
**A ÍNDICES DE BOLSA**



**B DIFERENCIALES CORPORATIVOS**



**C TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS**



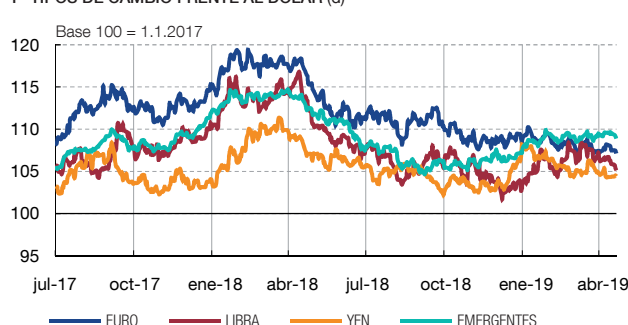
**D DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA**



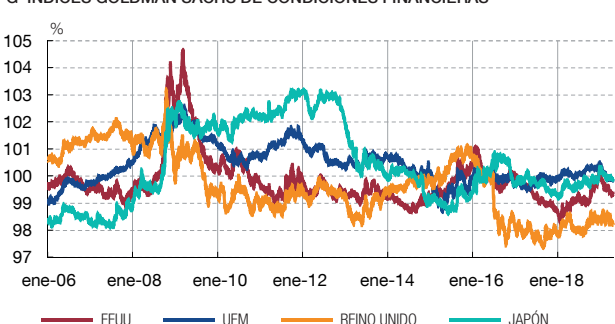
**E ÍNDICES BANCARIOS**



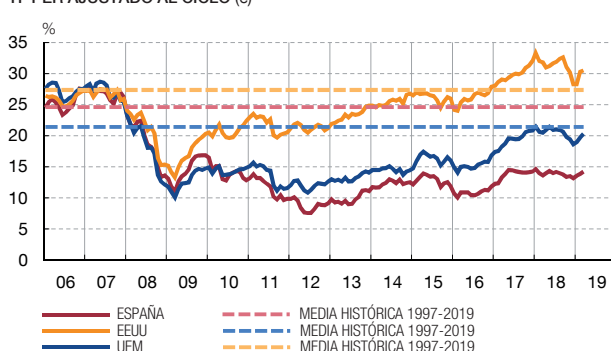
**F TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (d)**



**G ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS**



**H PER AJUSTADO AL CICLO (e)**



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

- a Diferencial del rendimiento del High Yield Index de bonos corporativos de Merrill Lynch frente al Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años.
- b Diferencial del rendimiento del High Yield Index de bonos corporativos de Merrill Lynch de Europa frente al Bono del Tesoro de Alemania a 10 años.
- c El CEMBI (*Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified*) es un índice elaborado por JP Morgan. Mide el riesgo corporativo del conjunto de los países emergentes y representa el diferencial del tipo de interés de la deuda corporativa de los países emergentes en dólares con respecto al tipo de interés de la deuda corporativa norteamericana.
- d Valores superiores a 100 indican depreciaciones del dólar respecto al 1 de enero de 2017.
- e 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 prima de riesgo de la deuda soberana a largo plazo frente a Alemania ha caído alrededor de 10 pb y 30 pb, respectivamente, desde principios de año. En Italia, tras alcanzar un acuerdo presupuestario con la Comisión Europea y a pesar de que la economía ha entrado en recesión técnica, este diferencial, muy volátil en el tramo final de 2018, se ha mantenido relativamente estable en 2019, situándose actualmente unos 60 pb por debajo de los niveles máximos alcanzados en el otoño (gráfico 1.3.D). Las primas de riesgo de los bancos europeos también se redujeron. Por su parte, las cotizaciones bursátiles del sector bancario de la zona del euro y España se han recuperado desde comienzos de año, si bien en menor medida que las de los bancos de Estados Unidos y han mostrado una mayor sensibilidad ante noticias desfavorables como se pudo observar durante el mes de febrero tras la publicación de los resultados de 2018 (gráfico 1.3.E). En todo caso, el índice de bancos del EuroStoxx de las bolsas europeas y el de la Bolsa de Madrid se sitúan más de un 20 % por debajo de los niveles de principios de 2018.

**En conjunto, las condiciones financieras en las principales economías mundiales se han endurecido algo en comparación con la fecha de cierre del anterior IEF, pero se mantienen holgadas.** Desde principios de 2019, la recuperación bursátil, la caída en la rentabilidad de la deuda soberana y la relativa estabilidad del dólar americano, tras su continuado fortalecimiento durante buena parte de 2018 (gráfico 1.3.F), han contribuido a relajar las condiciones financieras globales, que siguen siendo muy holgadas en términos históricos a pesar del endurecimiento que experimentaron durante la última parte de 2018 (gráfico 1.3.G).

**La materialización de algunos de los riesgos para el crecimiento económico global señalados en la sección anterior podría desencadenar un proceso de corrección en los precios de los activos financieros.** Esta posible corrección podría afectar, en primer lugar, a aquellos mercados que presentan mayores vulnerabilidades, como el de los préstamos apalancados (*leveraged loans*, por su denominación en inglés) y las titulaciones de este tipo de deuda (CLOs, por sus siglas en inglés), o valoraciones más elevadas, como la bolsa de EE.UU. (gráfico 1.3.H) y el segmento de deuda corporativa de alto rendimiento (gráfico 1.3.B). Desde esta perspectiva, no se puede descartar que este eventual reajuste de valoraciones desemboque en un proceso de ventas aceleradas de activos, con efectos potencialmente disruptivos en los mercados.

**Esta eventual corrección de los precios de los activos financieros tendría efectos negativos sobre la estabilidad financiera en España a través de distintos canales.** Por una parte, supondría un endurecimiento de las condiciones de financiación de los distintos sectores, cuyo efecto sobre la economía española sería relevante dado su elevado endeudamiento exterior. Por otra parte, la pérdida de valor de los activos podría afectar desfavorablemente a los intermediarios financieros por dos vías. De forma directa, al incidir sobre el valor de mercado de los activos negociados que mantienen en sus carteras. De forma indirecta, al reducir la riqueza de hogares y empresas no financieras, que ajustarían a la baja sus decisiones de gasto e inversión, lo que amplificaría el deterioro del entorno macroeconómico reciente y dañaría la calidad crediticia de las carteras de préstamos de los bancos.

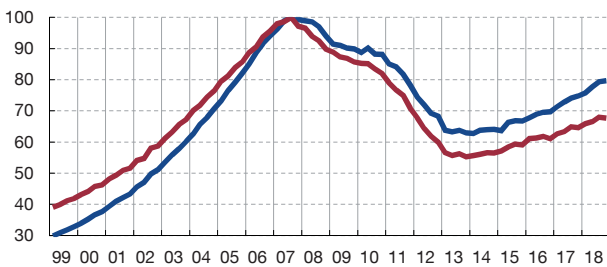
## 1.2.2 EL MERCADO INMOBILIARIO EN ESPAÑA

**El mercado inmobiliario ha prolongado la etapa de recuperación que inició en 2014.** El dinamismo reciente de este mercado estaría reflejando, entre otros factores, la positiva evolución del mercado de trabajo, así como unas condiciones muy favorables de financiación para la adquisición de vivienda por parte de los hogares. Desde 2013,

La recuperación de los indicadores del mercado inmobiliario continúa, si bien los niveles son más reducidos que en los años inmediatamente anteriores a la crisis. La oferta presenta un menor dinamismo que en el anterior periodo expansivo, reflejo de una política crediticia más prudente, la existencia de un elevado *stock* de viviendas sin vender, y un crecimiento mucho más moderado en la formación de nuevos hogares.

## A PRECIO DE LA VIVIENDA

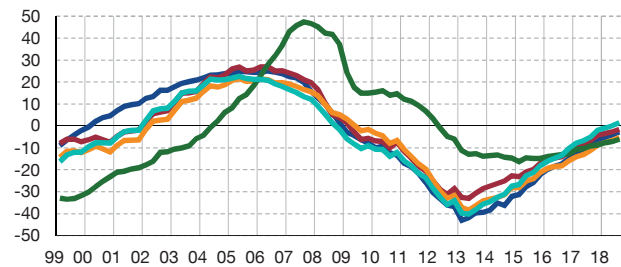
Nivel 100 = Máximo (III TR 2007)



— PRECIO NOMINAL DE LA VIVIENDA — PRECIO REAL DE LA VIVIENDA

## B INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (b)

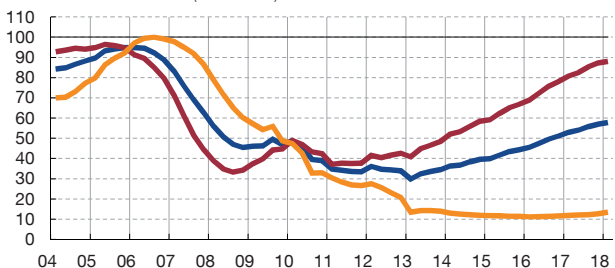
pp



— BRECHA DE PRECIOS DE LA VIVIENDA  
— BRECHA DE RATIO PRECIOS-INGRESO  
— BRECHA RATIO PRECIOS-ALQUILER  
— MODELO DESEQUILIBRIO DE PRECIOS (OLS)  
— MODELO DESEQUILIBRIO DE PRECIOS (ECM)

## C TRANSACCIONES

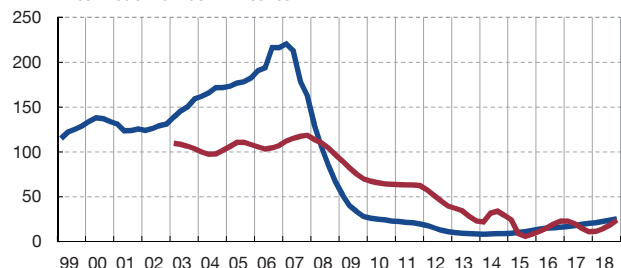
Nivel 100 = Máximo (2006-2007). Media móvil de 4 trimestres



— COMPRAVENTA DE VIVIENDAS — COMPRAVENTA DE VIVIENDAS USADAS  
— COMPRAVENTA DE VIVIENDAS NUEVAS

## D VISADOS Y CREACIÓN NETA DE HOGARES PERIODO EXPANSIVO

Miles. Media móvil de 4 trimestres



— VISADOS DE OBRA NUEVA DE VIVIENDAS — CREACIÓN NETA DE HOGARES

FUENTES: BCE, Eurostat, INE y Ministerio de Fomento.

- a Última observación: cuarto trimestre de 2018 (precios de la vivienda), diciembre (visados de viviendas) y cuarto trimestre de 2018 (compraventas de viviendas). Los precios reales de la vivienda están deflactados por el índice de precios de consumo.
- b Los cinco indicadores incluyen tres brechas calculadas como la diferencia entre el valor de la variable de interés de cada periodo y su tendencia de largo plazo para (i) precios de la vivienda en términos reales, (ii) ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares y (iii) ratio de precios de la vivienda a precios del alquiler. Se incluyen dos indicadores adicionales de desequilibrio para la variable de precio de la vivienda en términos reales basados en modelos econométricos: el primero de ellos, estimado por *Ordinary Least Squares* (OLS), compara esta variable con estimaciones de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. Un segundo modelo *Error Correction Model* (ECM) compara esta variable con equilibrios de largo plazo en relación con el ingreso disponible de los hogares, tipos de interés de las hipotecas y efectos fiscales. 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.

se ha producido una lenta, pero progresiva, absorción del volumen de viviendas sin vender que se acumuló tras la crisis (por debajo de 500 mil en la actualidad). Esto también se ha plasmado en tasas de crecimiento relativamente elevadas de los precios de la vivienda (6,6% interanual en el cuarto trimestre de 2018). En conjunto, los precios medios de la vivienda acumulan un crecimiento del 22%, en términos reales, desde su nivel mínimo de principios de 2014, si bien permanecen un 31% por debajo de los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2007 (gráfico 1.4.A)<sup>5</sup>. Los indicadores y modelos disponibles, basados en datos agregados y sujetos a un elevado grado de incertidumbre, no evidencian indicios generalizados de sobrevaloración. Si bien, tal como se puede apreciar en el

5 Para más detalles sobre el sector inmobiliario en España, véase el Artículo Analítico del Banco de España «Evolución reciente del mercado de la vivienda en España», por P. Alves y A. Urtasun (Mayo 2019).

gráfico 1.4.B, algunos indicadores apuntan a que los precios de la vivienda se situarían ya, en promedio, muy cerca de su valor de equilibrio de largo plazo, tras haberse situado significativamente por debajo de dicho nivel durante los años anteriores.

**A pesar del dinamismo del sector, los niveles de los principales indicadores de actividad inmobiliaria se encuentran en registros inferiores a los observados en los años inmediatamente anteriores a la crisis.** Por ejemplo, el volumen de compraventas de viviendas, que se situó por encima de las 550.000 operaciones en 2018, mostrando una importante recuperación desde su mínimo, sigue muy lejos de las 885.000 registradas en promedio durante el período 2004-2007 (gráfico 1.4.C). Por su parte, la oferta actual de vivienda nueva, aproximada por la cifra de visados, supuso el año pasado poco más del 10 % de su volumen máximo anterior a la crisis. El menor dinamismo de la oferta en el ciclo actual en comparación con el anterior período expansivo respondería, entre otros factores, a una política crediticia más prudente por parte de los bancos hacia el sector de la construcción y la promoción inmobiliaria, a la existencia de un elevado *stock* de viviendas sin vender, y a un crecimiento mucho más moderado en la formación de nuevos hogares (95 mil en 2018, frente a un aumento anual promedio de 435 mil en los años 2004-2007). En cuanto a este último determinante, conviene resaltar que, si bien en los últimos años del anterior ciclo expansivo la oferta de vivienda creció de una forma más intensa que la formación de nuevos hogares, en el ciclo actual las dos series presentan unas dinámicas más acompasadas (gráfico 1.4.D), lo que sugiere un mayor soporte de los fundamentales detrás del crecimiento reciente del sector.

**Esta tendencia de recuperación de la actividad y de los precios en el mercado inmobiliario muestra una elevada heterogeneidad geográfica.** Si bien la recuperación es prácticamente generalizada en el territorio nacional, se observa una notable disparidad regional, tanto en términos de operaciones como de precios. Los mayores avances se registran en las grandes ciudades y en áreas costeras, donde la actividad es más dinámica, existe una mayor pujanza de la demanda extranjera y la población está más concentrada.

**Al igual que ocurre con los precios de compra, las rentas del alquiler también han mostrado incrementos significativos en el período más reciente y una elevada heterogeneidad geográfica<sup>6</sup>.** La pujanza de las rentas de alquiler se ha producido en un contexto de repunte de la demanda de este servicio, que es especialmente acusada en el segmento más joven de la población<sup>7</sup>. Esta mayor propensión por el alquiler podría responder a distintos factores tales como el impacto de la crisis sobre este segmento, a cambios en las preferencias ligados a elementos sociológicos así como a la adopción de medidas que han avanzado en la igualdad en el tratamiento fiscal de la vivienda en alquiler y en propiedad y que han favorecido la oferta de vivienda de alquiler, aunque algunas de ellas han revertido recientemente.

**En este ámbito parece necesario contar con un indicador homogéneo de la evolución del precio de los alquileres nuevos.** El alquiler como forma de cubrir la demanda de servicios residenciales está ganando peso en la sociedad española, y la información disponible no es tan rica como para la vivienda en propiedad. En particular, los precios de los alquileres pueden proporcionar información muy relevante para el

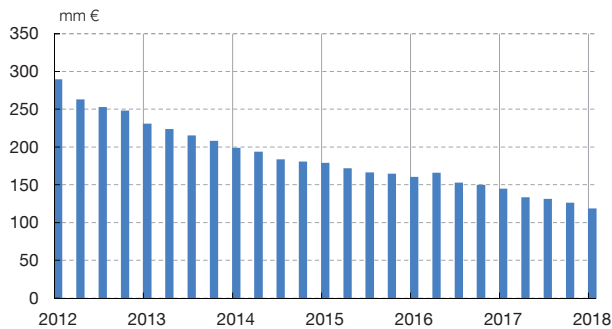
<sup>6</sup> Según la información proveniente del portal inmobiliario Idealista.

<sup>7</sup> Véase el Artículo Analítico del Banco de España «Evolución reciente del mercado del alquiler en España», por L. Matea y D. López (abril 2019).

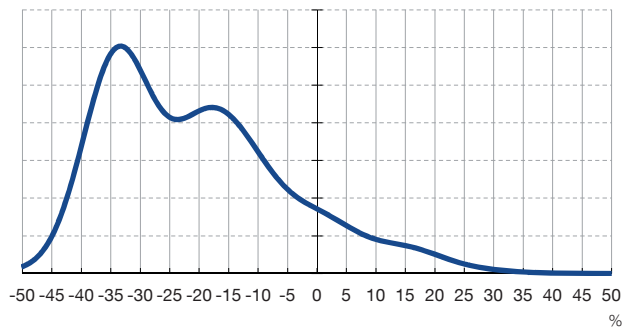


El saldo vivo del crédito promotor y constructor cae con fuerza, si bien existe una elevada heterogeneidad en la evolución del crédito a este sector. Por otro lado, la nueva financiación hipotecaria a familias crece a ritmo sostenido. El saldo vivo de este tipo de crédito comienza a estabilizarse.

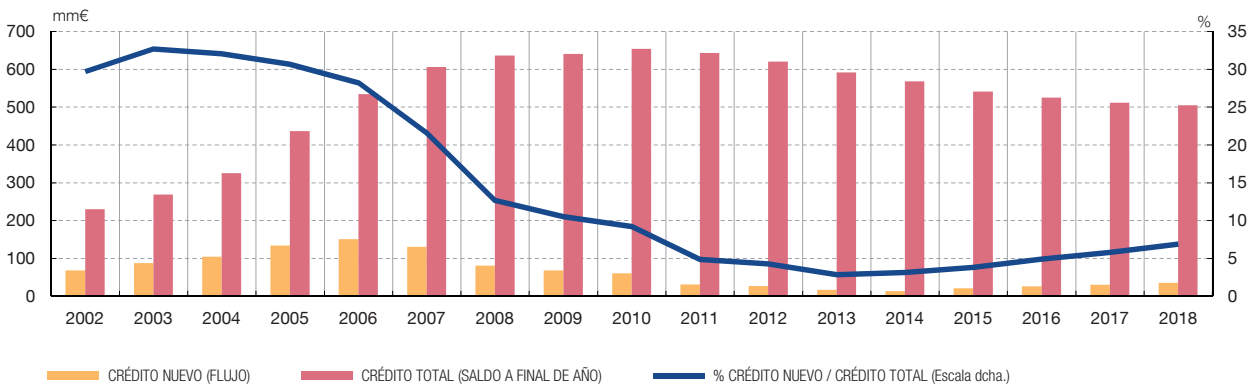
A CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS (a)



B CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS. VARIACIÓN ANUAL EN DICIEMBRE DE 2018. DISTRIBUCIÓN (a) (b)



C CRÉDITO HIPOTECARIO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Los gráficos se refieren al saldo vivo del crédito en el sector de la construcción (incluyendo promoción) y de actividades inmobiliarias.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de las tasas de variación anual del crédito de 2018, ponderadas por el importe de crédito correspondiente a cada entidad de depósito. 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.
- c El volumen de operaciones nuevas de 2014 corresponde al período de doce meses comprendido entre abril de 2014 y marzo de 2015, por no poseer el dato del año 2014 desde el mes de enero. El stock de crédito de 2014 corresponde al dato de marzo de 2015 por consistencia con las operaciones nuevas.

análisis de la estabilidad financiera. Por un lado, pueden ser indicadores adelantados de presiones de la demanda u oferta de servicios residenciales que, potencialmente, pueden acabar trasladándose a los precios de la vivienda. Por otra parte, el alquiler es uno de los componentes de la rentabilidad de la vivienda, por lo que puede resultar útil para determinar el nivel de equilibrio de los precios de la vivienda. Sin embargo, hasta la fecha no existe ninguna estadística oficial sobre precios de los alquileres nuevos para el conjunto de la economía española y las distintas comunidades autónomas y ciudades que permita ser utilizada con estos fines.

**A pesar del creciente dinamismo observado en el sector, en los últimos meses se ha mantenido la senda de contracción del saldo vivo del crédito bancario a las actividades de promoción y construcción.** El saldo total del crédito bancario a empresas de construcción y promoción se redujo un 18,6 % en 2018, algo más que en el ejercicio precedente, fundamentalmente debido al elevado volumen de amortizaciones y a la venta de carteras de préstamos por parte de las entidades de crédito (gráfico 1.5.A).

En todo caso, estos datos agregados ocultan una elevada heterogeneidad. En particular, el gráfico 1.5.B revela que la exposición crediticia de algunas entidades al sector se habría incrementado durante el último ejercicio.

**La financiación hipotecaria a los hogares, por el contrario, ha presentado un mayor dinamismo.** Las nuevas hipotecas para la compra de vivienda aumentaron un 17,1 % en 2018, consolidando la recuperación iniciada años atrás. Aunque la generación de crédito nuevo se encuentra todavía lejos de los niveles previos a la crisis, ésta ya es casi suficiente para compensar la amortización de la deuda hipotecaria pendiente. Como resultado, se observó una práctica estabilización del saldo vivo de las hipotecas de hogares, tras los sucesivos retrocesos que se observaban desde el inicio de la crisis (gráfico 1.5.C).

**Las condiciones de acceso al crédito hipotecario<sup>8</sup> habrían tendido a relajarse durante los últimos años pero, tras el endurecimiento observado durante la crisis, los niveles actuales son más estrictos que los que había antes de 2008.** Si bien la proporción de hipotecas de mayor riesgo, medida como aquellas con un LTV (*Loan to Value*, por sus siglas en inglés) por encima del 80 %, se ha mantenido relativamente estable durante los últimos 14 años (gráfico 1.6.A), otros indicadores señalan unas condiciones crediticias más estrictas ahora que antes de 2008<sup>9</sup>. Este es el caso de la ratio LTP (*Loan to Price*, por sus siglas en inglés), que muestra una pérdida notable de peso de las hipotecas con una ratio por encima del 80 % (gráfico 1.6.B), pero también de la ratio del préstamo con respecto a los ingresos del prestatario (LTI, por sus siglas en inglés, gráfico 1.6.C) y de la ratio del servicio del préstamo (intereses más principal) con respecto a los ingresos del prestatario (LSTI, por sus siglas en inglés, gráfico 1.6.D), cuyas distribuciones se han desplazado hacia valores más reducidos. Durante los últimos años, también se observa una pérdida de peso de las hipotecas concedidas a más de 30 años (gráfico 1.6.E). Por otra parte, aunque recientemente se han reducido los diferenciales de tipos de interés y la dispersión de los mismos (gráfico 1.6.F), siguen encontrándose por encima de los observados antes de la crisis. Esto implicaría que las condiciones crediticias son más exigentes que las observadas a finales del último ciclo expansivo. En concreto, la mayor dispersión de los diferenciales de tipos de interés entre hipotecas respecto a los mínimos alcanzados en 2006, sugiere que en el periodo más reciente podría existir una mayor discriminación entre operaciones, de modo que aquellas percibidas como más arriesgadas pagarían una prima comparativamente más alta que las menos arriesgadas.

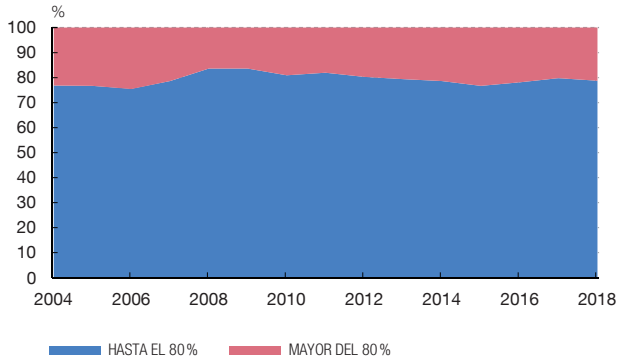
8 Los indicadores utilizados para el análisis de los estándares crediticios en las hipotecas son los siguientes: (i) *Loan-to-Value* (LTV): Ratio entre el capital de la hipoteca y el valor de tasación del inmueble; (ii) *Loan-to-Price* (LTP): Ratio entre el capital de la hipoteca y el precio de transacción del inmueble en el registro de la propiedad; (iii) *Loan-to-Income* (LTI): Ratio entre el capital de la hipoteca y el ingreso anual del prestatario; (iv) *Loan Service-to-Income* (LSTI): Ratio entre la primera cuota hipotecaria del préstamo (anualizada) y el ingreso anual del prestatario; (v) Plazo: Vencimiento de la operación; y (vi) Diferencial de tipos de interés: Diferencia entre el tipo de interés de la hipoteca y el de un tipo de interés de referencia. Para un mayor detalle sobre la construcción de los ratios LTV y LTP y su evolución, véase el Artículo Analítico «La ratio préstamo-valor de la vivienda en España durante el periodo 2004-2016». Boletín Económico 1/2019 del Banco de España.

9 La información utilizada en los paneles del gráfico 1.6 procede del Colegio de Registradores de España y, de forma complementaria, de la European DataWarehouse (EDW), sobre características de los créditos titulizados. El Colegio de Registradores proporciona información hipoteca a hipoteca sobre todas las operaciones inscritas en los registros de la propiedad españoles. La EDW, por su parte, es un repositorio de titulizaciones bancarias, que recopila datos sobre cada una de las hipotecas que respaldan la emisión de estos instrumentos. Aunque la representatividad de esta base de datos es mucho menor que la del Colegio de Registradores, particularmente para después de la crisis, la EDW permite un análisis granular (crédito a crédito) de ciertas características hipotecarias, como el ingreso de los prestatarios, ausentes en los datos del Colegio de Registradores.

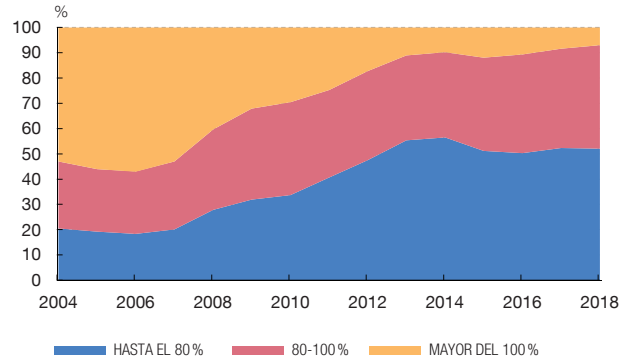


La proporción de préstamos con LTV elevado (de más del 80 %) se mantiene estable. En el caso de la ratio LTP, aumenta el peso de las operaciones con una ratio de entre el 80 % y el 100 % (en detrimento del peso de los segmentos por debajo y por encima de estos valores). Por otro lado, las ratios que evalúan la capacidad de repago de las hipotecas (ratios LTI y LSTI) se encontrarían lejos del nivel anterior a la crisis (mejora de los estándares crediticios). Además, el peso de las operaciones a muy largo plazo en la financiación hipotecaria sigue siendo reducido, mientras que los diferenciales de tipos de interés de las hipotecas comienzan a estabilizarse tras haber cedido en los últimos años.

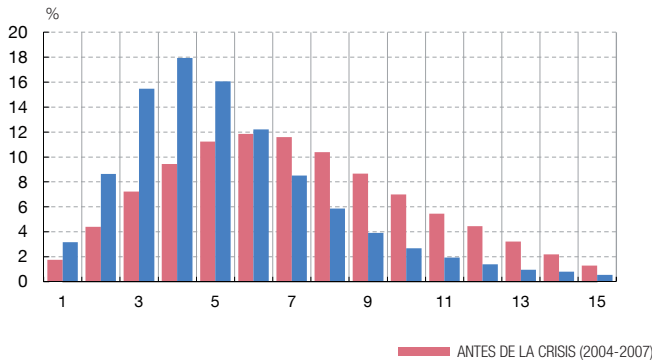
A RATIO LTV. DISTRIBUCIÓN



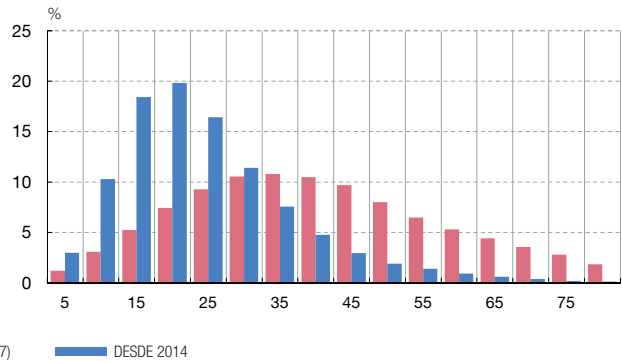
B RATIO LTP. DISTRIBUCIÓN



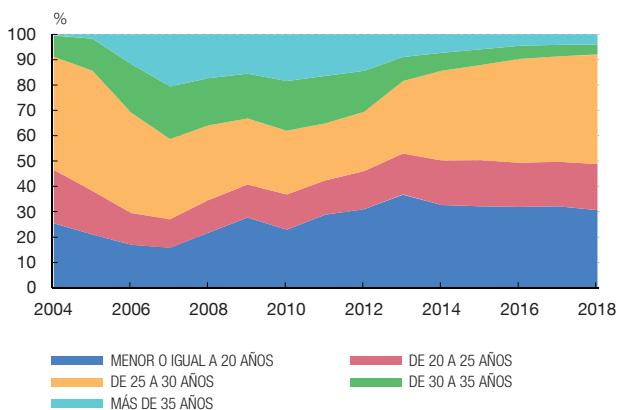
C RATIO LTI. DISTRIBUCIÓN (b)



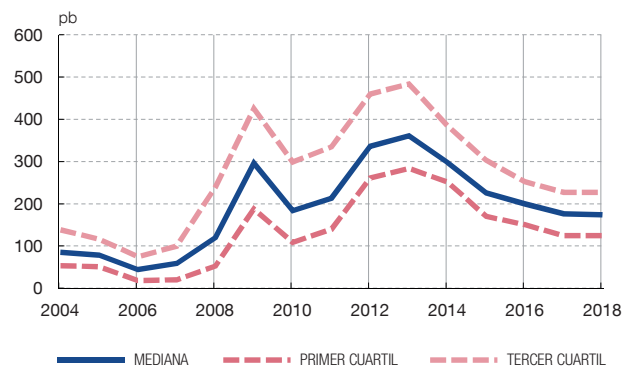
D RATIO LSTI. DISTRIBUCIÓN (b) (c)



E PLAZO. DISTRIBUCIÓN



F DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS (d)



FUENTES: Colegio de Registradores y European DataWarehouse.

- a Se incluyen préstamos en los que el colateral es una vivienda y el prestatario es una persona física. En las distribuciones, se acumula el principal de los préstamos (por periodo) para definir cada segmento dentro de la distribución. En este gráfico se emplean los siguientes acrónimos: LTV (*Loan to Value*, por sus siglas en inglés), LTP (*Loan to Price*, por sus siglas en inglés), LTI (préstamo sobre ingresos del prestatario) y LSTI (servicio del préstamo-intereses más principal sobre ingresos del prestatario).
- b Tanto en la ratio LTI como en la ratio LSTI, el denominador incluye el ingreso anual del prestatario principal de la operación.
- c La cuota hipotecaria (numerador de la ratio LSTI) o primer pago mensual de la hipoteca está anualizada. Se calcula asumiendo pagos constantes a lo largo de la vida del préstamo.
- d Diferencial sobre el tipo de interés *swap* a plazo. La curva base es la de los *interest rate swap* del euro. El plazo de referencia es de un año para las hipotecas a tipo variable, y coincide con el plazo de la operación en los préstamos a tipo fijo.

**La nueva ley del mercado de crédito inmobiliario, que entrará en vigor en junio, debería favorecer un descenso de la litigiosidad actual en este mercado, redundando en una mejoría de su funcionamiento, si bien podría generar un cierto endurecimiento de las condiciones aplicadas.** La entrada en vigor de la nueva ley de crédito hipotecario incrementará la seguridad jurídica de estos contratos, a la vez que reforzará su transparencia y la protección de la clientela. Además, la introducción de requisitos más estrictos de evaluación de la solvencia del prestatario contribuirá a reducir el riesgo de crédito en las operaciones hipotecarias. Desde el punto de vista de los prestatarios, la nueva regulación aumenta su protección, aunque podría también implicar un cierto endurecimiento de las condiciones aplicadas, especialmente en el caso de los segmentos con un mayor perfil de riesgo<sup>10</sup>.

### 1.3 Los sectores no financieros

**En conjunto, el crédito nuevo al sector privado no financiero continuó expandiéndose en la mayoría de segmentos, aunque a ritmos inferiores a los de la primera mitad del año.** De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios, esta desaceleración podría obedecer tanto a factores de demanda como, en menor medida, de oferta. No obstante, después de años de relajación, estas condiciones de financiación continúan siendo holgadas. Asimismo, los costes de la financiación bancaria y de la emisión de valores de renta fija se mantienen en niveles históricamente reducidos, sin haber experimentado grandes cambios durante los últimos meses.

**Esto favoreció la recuperación del flujo neto de financiación otorgada a los hogares, que ha pasado a ser positivo desde junio de 2018, en términos acumulados de doce meses, por primera vez desde diciembre de 2010** (gráfico 1.7.A). Concretamente, la financiación de este sector mostró en febrero de 2019 una tasa de crecimiento interanual del 0,4%. Este avance se explica por el dinamismo del crédito al consumo, que, aunque se ha desacelerado, sigue creciendo a tasas de dos dígitos, compensando la leve contracción del stock de financiación para adquisición de vivienda. El Recuadro 1.1 analiza los factores que han determinado la evolución reciente de esta cartera, sujeta a seguimiento específico por parte del Banco de España.

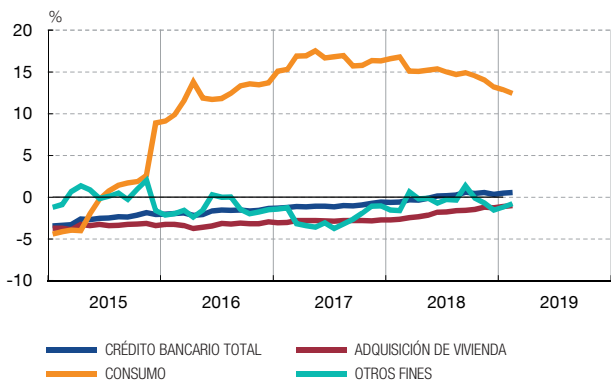
**La recuperación cíclica siguió contribuyendo a fortalecer la posición patrimonial de los hogares.** En particular, la renta bruta disponible de los hogares aumentó un 3,2% en 2018, impulsada por el aumento del empleo y el repunte de los salarios. Por su parte, la riqueza neta de los hogares siguió recuperándose apoyada por el aumento del precio de los activos inmobiliarios. El endeudamiento de los hogares también se redujo en porcentaje del PIB (gráfico 1.7.C). En concreto, descendió en 2,2 pp en relación a un año antes hasta el 58,9% (apenas 1,3 pp por encima del promedio de la UEM). Todo ello, unido al reducido coste de la deuda ha llevado a que la carga financiera haya continuado cayendo en los últimos meses, aunque ya muy levemente, y a que permanezca en cotas relativamente reducidas desde una perspectiva histórica.

**No obstante, la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en mínimos históricos.** A pesar del aumento en la renta bruta de los hogares, el marcado crecimiento de su consumo en los últimos años ha provocado una persistente caída en la tasa de ahorro hasta el 4,9% de la renta bruta disponible al cierre de 2018 (frente al mínimo del 5,8% que se alcanzó en la anterior fase expansiva). Esta dinámica no solo implica un riesgo en cuanto a la continuidad del vigor observado en el consumo, sino también en lo que respecta a la fortaleza financiera de los hogares ante perturbaciones inesperadas.

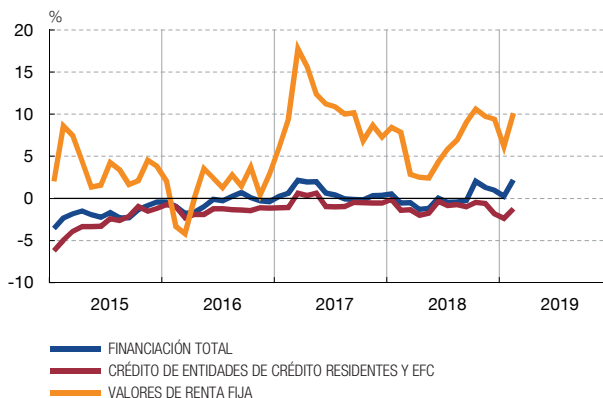
<sup>10</sup> Para más detalles, véase Recuadro 5 «La ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario», Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

La financiación al sector privado no financiero ha continuado su recuperación, llegando en la segunda mitad de 2018 a registrar tasas de crecimiento positivas. Al mismo tiempo, las ratios de endeudamiento han proseguido su caída lo que ha favorecido un nuevo fortalecimiento de la posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras. Por su parte, el déficit público estructural no se ha reducido en los últimos años, por lo que la tímida disminución de la ratio de endeudamiento de las AAPP se ha debido al componente cíclico y al crecimiento del PIB, lo que supone un importante riesgo para la economía española ante un cambio en el ciclo económico.

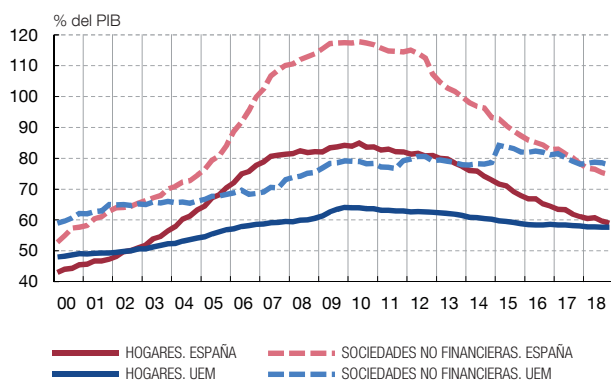
A CRÉDITO A HOGARES POR FINALIDAD. CRECIMIENTO INTERANUAL



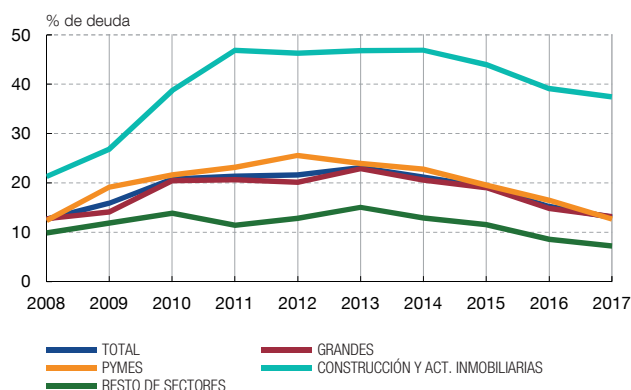
B FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CRECIMIENTO INTERANUAL



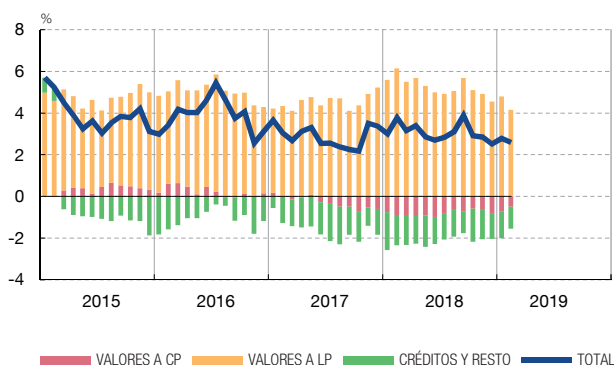
C RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



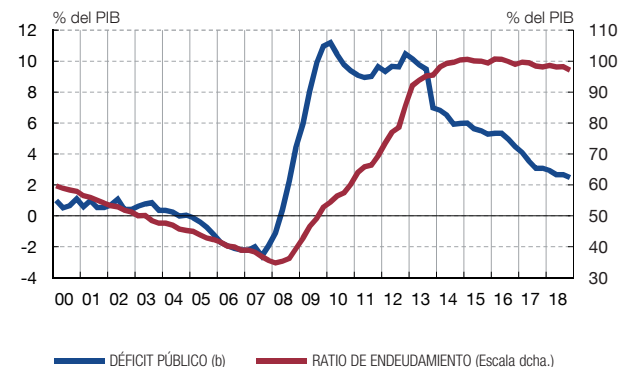
D EMPRESAS SUJETAS A MAYOR PRESIÓN FINANCIERA EN DOS PERÍODOS CONSECUTIVOS (a)



E FINANCIACIÓN AAPP. TASAS INTERANUALES. CONTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTO



F SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



FUENTES: Datastream, INE y Banco de España.

- a Las empresas sujetas a presión financiera elevada son aquellas para las que la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros)/Gastos financieros, es menor que uno.
- b Datos acumulados de cuatro trimestres.

Este recuadro analiza en mayor detalle algunos determinantes de la evolución de la cartera de crédito al consumo de las entidades de depósito españolas, en particular, de la expansión de su tamaño y del crecimiento del volumen de crédito dudoso desde 2015, que han estado muy vinculados al comportamiento expansivo del segmento de crédito para el consumo de bienes duraderos. En concreto, en los últimos tres años, el crédito al consumo concedido por las entidades de depósito y los establecimientos financieros de crédito (EFCs) en España ha crecido en unos 30 mm de euros, moviéndose desde algo más de 60 mm de euros en diciembre de 2015 a los casi 90 mm de euros en diciembre de 2018 (lo que supone un crecimiento superior al 40 %). El crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero es el principal responsable de este crecimiento, con tasas de crecimiento interanual cercanas o superiores al 20 % desde finales de 2016. No obstante, este crecimiento se ha desacelerado en la segunda mitad de 2018 (14,8 % en diciembre de 2018, véase gráfico A).

En cuanto a los activos dudosos en este segmento, éstos comenzaron a incrementarse a partir de 2017, y a mediados de 2018, alcanzaron tasas de crecimiento en el entorno del 20 %, aunque han moderado ligeramente su crecimiento en la segunda mitad del año, hasta el 18,4 % en diciembre (véase gráfico B).

Un factor que ha contribuido al crecimiento del crédito anteriormente señalado ha sido el comportamiento observado en los EFCs. Los EFCs son un conjunto de entidades que no pueden captar depósitos y que se caracterizan por otorgar crédito en segmentos de negocio específicos (crédito al consumo, hipotecario, tarjetas, avales, etc.). En el conjunto del crédito al sector privado residente, este grupo de entidades suponía, en diciembre de 2018, el 4,3 % del total. En el caso de los hogares, los EFCs mantienen el 5,6 % del crédito total concedido a esa fecha. No obstante, la composición sectorial del crédito concedido por los EFCs a hogares, ha ido cambiando en los últimos años, pasando a tener una mayor proporción el crédito al consumo

en detrimento del otorgado para adquisición de vivienda. De este modo, en diciembre de 2018, el 67 % del crédito concedido a los hogares por EFCs tenía como finalidad la adquisición de bienes de consumo. Esto es el reflejo de la evolución dispar en el crédito concedido por estas entidades para adquisición de vivienda (con tasas de variación negativas en los últimos años) y en el otorgado para consumo, con variaciones interanuales muy por encima del 10 % desde 2014.

La relación entre el consumo de bienes duraderos y la renta disponible permite obtener un indicador de la posible existencia de restricciones de crédito para el consumo de este tipo de bienes. En particular, cuanto menor (mayor) sea el porcentaje de agentes restringidos, es razonable esperar una menor (mayor) correlación del consumo con la renta disponible. El gráfico C muestra la estimación para distintos periodos del parámetro asociado a la renta disponible en un modelo de regresión que relaciona esta variable con la serie agregada de consumo. Las estimaciones para periodos antes de la crisis indican que las restricciones de crédito se encontraban en niveles muy relajados. Una vez llegada la crisis, la mayor correlación estimada apunta a que estas restricciones se incrementaron de manera importante, alcanzando su máximo en 2014. A partir de allí se evidencia un cambio de tendencia, y una disminución que, aunque no ha sido continua, ha dominado los últimos años. Esto sugiere que un mayor acceso al crédito bancario, materializado en un incremento significativo del crédito al consumo, ha permitido a los hogares suavizar su senda de consumo de bienes duraderos. Adicionalmente, se analizan los *shocks* de oferta y demanda de crédito al consumo de bienes duraderos mediante un modelo vectorial auto-regresivo estructural (S-VAR). Este modelo permite estimar efectos contemporáneos de *shocks* asociados a oferta y demanda en las variaciones de crédito al consumo y tipos de interés. En el gráfico D se presenta la descomposición histórica de los factores de oferta y demanda sobre el crecimiento del crédito al consumo de bienes duraderos (en términos acumulados interanuales) entre 2004 y 2018.

Gráfico A  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL CONSUMO Y SUS COMPONENTES  
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito

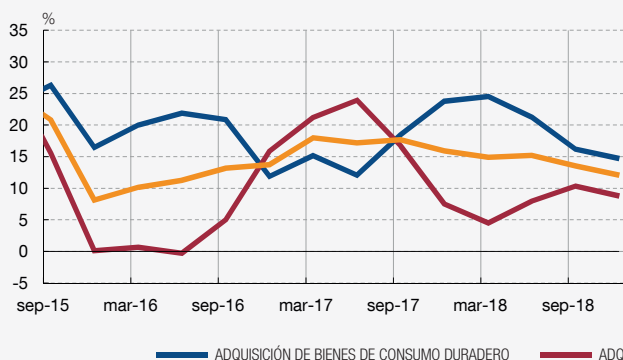
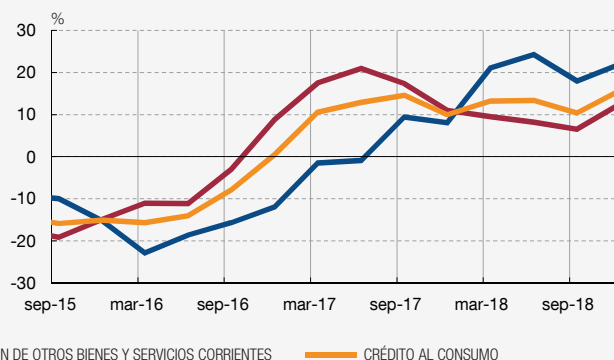


Gráfico B  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO DUDOSO AL CONSUMO Y SUS COMPONENTES  
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito

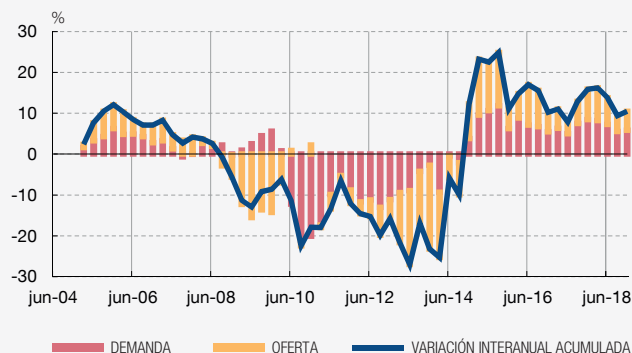


FUENTE: Banco de España.

Gráfico C  
RELACIÓN ENTRE CONSUMO DURADERO Y RENTA DISPONIBLE



Gráfico D  
DESCOMPOSICIÓN DE LOS FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA  
DEL CRÉDITO AL CONSUMO (a)



FUENTES: Banco de España e INE.

a El gráfico divide el crecimiento interanual (medido para cada trimestre) en dos porciones, correspondientes a factores de demanda y oferta. La descomposición se apoya en un modelo S-VAR sobre las series de crecimiento de crédito y tipos de interés para crédito al consumo de bienes duraderos.

Este gráfico muestra, por ejemplo, cómo el crecimiento en este segmento se ha situado por encima del 10% interanual en prácticamente todos los trimestres desde el inicio de 2015. Se observa que antes de la crisis de 2008, el crecimiento de este tipo de crédito estaba asociado tanto a factores de oferta como de demanda, con una mayor contribución de los factores de oferta. Una vez llegada la crisis, los factores de oferta aparecen como más relevantes explicando la disminución del crédito en la primera (2008-2010) y última etapas (2013-2014) del período de contracción del crédito entre 2008 y 2014, mientras que durante los años intermedios (2010-2012) de este período los factores de demanda fueron los principales determinantes de esta disminución. Finalmente, desde finales de 2014 ambos factores han venido contribuyendo en proporciones muy similares al aumento del crédito al consumo de bienes duraderos.

Para el conjunto del crédito al consumo, se ha estudiado también qué características bancarias muestran una relación más estrecha con el crecimiento del crédito total y dudoso en esta cartera. Para ello se ha considerado un panel de frecuencia semestral entre junio de 2015 y junio de 2018 (7 periodos) con información de las treinta entidades individuales de mayor peso relativo en la cartera de crédito al consumo. El modelo estimado incluye efectos fijos temporales para controlar por el conjunto de factores sistémicos y efectos individuales para controlar la heterogeneidad entre entidades bancarias. Las variables explicativas consideradas incluyen: la rentabilidad sobre activo (ROA), el tipo de interés medio sobre crédito al consumo, la ratio de solvencia contable, el margen de intereses sobre activo, la tasa de morosidad en la cartera de consumo, la cuota de mercado de la entidad sobre el total de crédito al consumo y el tamaño del activo.

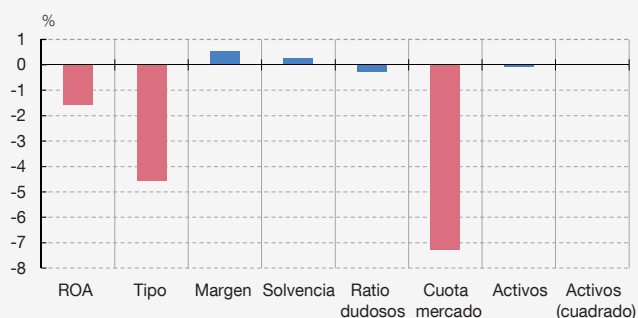
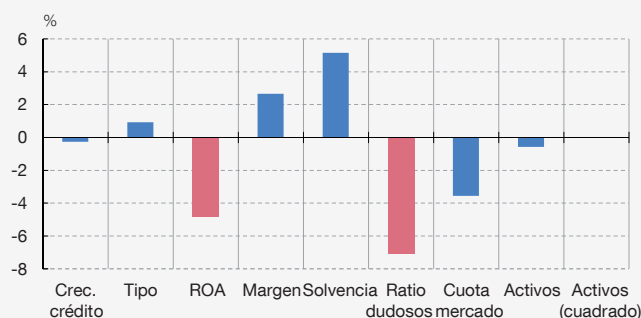
Para el crecimiento del stock de crédito al consumo se observa que existe una asociación inversa entre las entidades que experimentan crecimientos del crédito al consumo más altos y los tipos más bajos que aplican, también con el retorno sobre

activo ex ante, que es menor, y con la cuota de mercado, más baja. Esto sugiere una búsqueda de mayor presencia y rentabilidad a través de la expansión en la cartera de préstamos al consumo, objetivo obtenido por medio de tipos de interés más bajos (véase gráfico E).

Adicionalmente, en cuanto al crecimiento del crédito dudoso en la cartera de consumo, destaca el hecho de que las entidades con tasas de mora más altas parecen ser las que experimentan un menor aumento de los créditos dudosos. Este hecho sugiere una cierta convergencia en la calidad crediticia media de las carteras de préstamos al consumo, y que las entidades con una peor calidad de cartera de partida, limitan su expansión en este segmento. El retorno sobre activo de partida aparece correlacionado con signo negativo con el crecimiento de dudosos, al igual que en el caso del crecimiento del crédito total al consumo, mientras que otras variables explicativas no presentan efectos significativos (véase gráfico F).

En definitiva, el crédito al consumo continúa creciendo a tasas de dos dígitos pero se observa una desaceleración significativa en la segunda mitad del año. Patrones tanto de oferta como de demanda están detrás de esta evolución, en particular el deseo de entidades con menor cuota de mercado de ganar peso en este segmento. Por otro lado, la morosidad está aumentando a tasas de dos dígitos y acelerándose, lo que pone de manifiesto una cierta fragilidad de la demanda de crédito en un contexto macrofinanciero muy benigno.

En consecuencia, el Banco de España continuará siguiendo de cerca estos desarrollos que, de momento, no suponen un riesgo para la estabilidad del conjunto del sistema financiero español ni reclaman la adopción de medidas macroprudenciales, aunque sí requieren un aumento de la vigilancia en las condiciones de concesión de operaciones crediticias y el seguimiento a las entidades más dinámicas en este segmento.

Gráfico E  
VARIACIÓN DEL CRÉDITO TOTAL AL CONSUMO. SENSIBILIDADES (a)Gráfico F  
VARIACIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO AL CONSUMO. SENSIBILIDADES (a)

FUENTE: Banco de España.

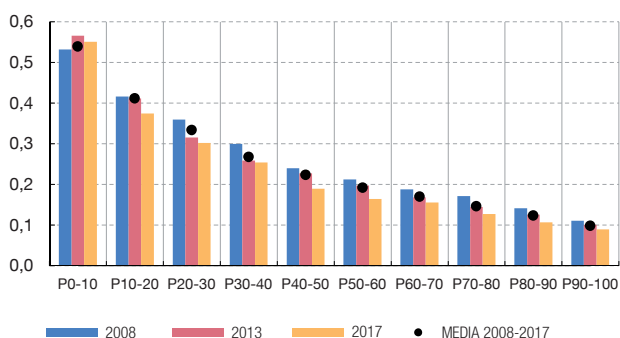
a ROA = rentabilidad sobre activo, Tipo = tipo de interés medio sobre crédito a consumo, Margen = ratio de margen de intereses sobre activo, Solvencia = ratio de solvencia contable, Ratio dudosos = ratio de crédito dudoso en la cartera de consumo, Cuota Mercado = cuota de mercado de la entidad sobre el total de crédito al consumo, Activos = total activo en balance, Activos (cuadrado) = total activo en balance al cuadrado. En rojo se destacan los efectos estadísticamente significativos al 5 %. Para cada variable explicativa, se presentan los coeficientes de regresión correspondientes en el análisis de datos de panel.

**Además, esta visión agregada oculta una elevada heterogeneidad.** La información desagregada disponible evidencia una elevada heterogeneidad de la situación patrimonial de los hogares. En particular, los segmentos de población que presentan una mayor vulnerabilidad son los de rentas más bajas. Para estos segmentos la ratio de servicio de la deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar es sustancialmente más elevada que para el resto de los hogares con deuda (gráfico 1.8.A y B). En concreto, la carga de la deuda hipotecaria superaba en 2017 (última información disponible) el 50 % de la renta en el decil que incluye las rentas más bajas mientras que se situaba alrededor del 10 % en el de las rentas más altas. Por su parte, el saldo vivo del crédito al consumo representaba en 2018 el 16 % de la renta disponible anual de los hogares que viven en distritos postales en el quintil más bajo de la distribución de rentas, frente al 8 % aproximadamente en el caso de los hogares que viven en los distritos postales con mayor nivel de renta.

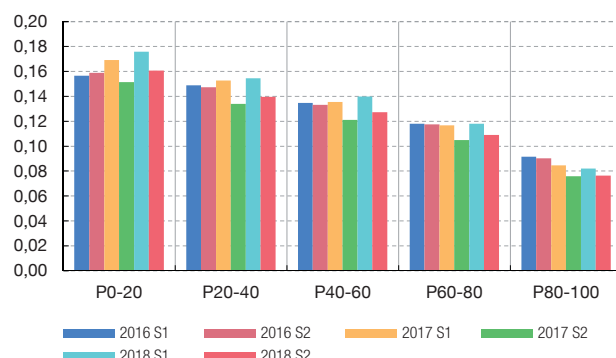
**Los flujos netos de financiación global de las sociedades no financieras también se han mantenido en niveles positivos desde el mes de octubre, en términos acumulados de doce meses** (gráfico 1.7.B). En febrero de 2019, la deuda financiera de este sector crecía a una tasa interanual del 1,7 %. Detrás de este comportamiento agregado pueden apreciarse dos dinámicas muy diferenciadas. Por una parte, los préstamos proporcionados por no residentes a las sociedades no financieras y el saldo vivo de las emisiones de renta fija de estas sociedades se han expandido en términos interanuales en los últimos meses, mostrando estas últimas un elevado dinamismo. Por otra parte, el saldo de crédito facilitado a estas sociedades por parte de las entidades de crédito residentes se ha seguido contrayendo en términos interanuales, habiéndose elevado el ritmo de caída durante los últimos meses. En todo caso, cuando se excluyen los sectores inmobiliario y de la construcción, el descenso es mucho más moderado. Además, la evidencia empírica disponible sugiere que, tras la crisis, los bancos discriminan en mayor medida entre empresas según su calidad crediticia y su productividad (gráfico 1.9.A y B) a la hora de asignar nuevos flujos de crédito, lo cual debería contribuir a contener el aumento de la morosidad en el futuro. En este sentido, el Recuadro 1.2 repasa la evolución global de la financiación a empresas altamente endeudadas, enmarcando la situación de España en este contexto.

La información desagregada disponible evidencia una elevada heterogeneidad de la situación patrimonial de los hogares. En particular, los segmentos de población que presentan una mayor vulnerabilidad son los de rentas más bajas. Para estos segmentos la ratio de servicio de la deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar es sustancialmente más elevada que para el resto de los hogares con deuda.

A RATIO DE PAGOS POR DEUDA / RENTA BRUTA DEL HOGAR



B RATIO DE IMPORTE PRÉSTAMO CONSUMO / RENTA BRUTA



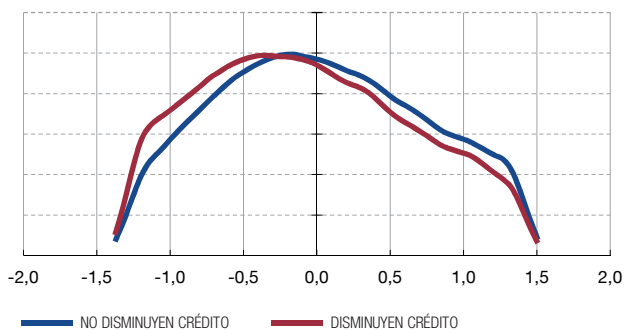
FUENTES: INE, Ministerio de Hacienda y Banco de España.

a Se muestra, en cada fecha, el valor de la ratio para el rango de percentiles de la distribución de renta de la población señalado en el eje de abscisas de cada gráfico. El panel A se ha obtenido a partir de la Encuesta de Condiciones de Vida y el panel B utilizando información a nivel del código postal de la Central de Información de Riesgos y del impuesto sobre la renta de las personas físicas del Ministerio de Hacienda.

PRODUCTIVIDAD DE EMPRESAS Y FINANCIACIÓN BANCARIA

La evidencia empírica disponible sugiere que, tras la crisis, los bancos discriminan en mayor medida entre empresas según su calidad crediticia y su nivel de productividad a la hora de asignar nuevos flujos de crédito, lo cual debería contribuir a contener el aumento de la morosidad en el futuro.

A DENSIDADES KERNEL DE LA PRODUCTIVIDAD SEGÚN LAS EMPRESAS QUE NO DISMINUYERON SU FINANCIACIÓN EN EL AÑO 2018 Y RESTO (a)



B IMPACTO ACUMULADO DE LA PRODUCTIVIDAD SOBRE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS (b)



FUENTE: Banco de España.

a La productividad total de los factores se obtiene a partir de regresiones sectoriales del logaritmo de las ventas sobre los logaritmos del capital total, los consumos intermedios y el empleo y controles temporales, obteniéndose una estimación de los pesos del capital y del empleo en la función de producción de la empresa. La empleada aquí está normalizada.  
 b Para cada fecha se ha estimado el impacto diferencial con respecto a los dos años previos de aumentar la productividad en una desviación típica mediante una regresión de la variación de la financiación bancaria a nivel de empresa sobre la productividad y otros controles de empresa y de oferta. Luego, cada año se ha acumulado el valor antes estimado desde el 2004, obteniendo así una medida del impacto sobre crecimiento de la oferta del crédito a sociedades no financieras asociado a un incremento sostenido de la productividad desde el primer periodo analizado.

**La posición económica y financiera del sector de empresas no financieras también se ha seguido fortaleciendo.** Así, la ratio de deuda sobre PIB se redujo en 2018 en 3,5 pp hasta el 74,5 %, situándose 3,4 pp por debajo de la media de la eurozona (gráfico 1.7.B). Ello, unido al reducido coste de la deuda ha llevado a que la carga financiera de este sector haya continuado cayendo en los últimos meses, situándose en niveles de mínimos históricos. Por otra parte, de acuerdo con la Central de Balances del Banco de España, los beneficios ordinarios de las sociedades no financieras aumentaron un 5 %



El crecimiento de las emisiones de *leveraged loans* (término en inglés referido a préstamos a empresas con un elevado grado de apalancamiento<sup>1</sup>) y de instrumentos de titulización con estos préstamos como subyacente, en particular, CLOs (*Collateralized Loan Obligations*, por sus siglas en inglés), así como la posible relajación de los estándares crediticios asociados a estos instrumentos han sido identificados como factores de riesgo relevantes para la estabilidad de los sistemas financieros de Europa y Estados Unidos por distintos reguladores<sup>2</sup>. El gráfico A muestra cómo el volumen global de las emisiones de *leveraged loans* es efectivamente notable en años recientes, con valores récord de emisión en 2017 superiores a 220 y 1.360 mm€ en Europa y Estados Unidos, respectivamente, y con solamente una ligera moderación de estos volúmenes en 2018 (las emisiones en Estados Unidos se mantienen de media en 6 veces el tamaño de las emisiones europeas en el período entre 2013 y 2018). Los datos agregados muestran también la importancia decreciente, tanto en Estados Unidos como en Europa, de la emisión de *high-yield bonds* (bonos con calificación por debajo del grado inversor) en relación a los *leveraged loans* proporcionados directamente por el sector bancario para financiar a las empresas con las estructuras financieras más apalancadas.

Las emisiones de CLOs en Europa se han triplicado de 2013 a 2018, mientras que en Estados Unidos han aumentado aproximadamente un 60 %, manteniendo sin embargo Estados Unidos en todos los años un volumen de emisión muy superior al de Europa (ver gráfico B). En cualquier caso, el aumento de las emisiones de CLOs<sup>3</sup> se sitúa en un contexto de recuperación

más amplia del mercado de titulaciones, ya que su peso relativo sobre el volumen total de CDOs (*Collateralized Debt Obligations*, por sus siglas en inglés, categoría más amplia de la que los CLOs representarían una fracción) ha disminuido en el final del periodo 2013-2018.

Más allá de la identificación de estas tendencias globales, el propósito de este Recuadro es analizar en mayor profundidad la evolución de la emisión de *leveraged loans* en Europa y la exposición de la banca española a sociedades no financieras apalancadas. Descomponiendo las emisiones de *leveraged loans* correspondientes a empresas europeas por la nacionalidad de su matriz de control (ver gráficos C y D), se observa como Reino Unido

- 1 No existe una definición única para *leveraged loan*, y la clasificación de un instrumento de deuda en esta categoría puede hacerse en función de *rating*, prima de riesgo, o medidas contables, tales como presentar una ratio de deuda sobre EBITDA superior a 6.
- 2 El BCE identificaba en su *Financial Stability Review* de mayo de 2018, Box 5: *Leveraged loans: a fast-growing high-yield market*, p.74-78, estos desarrollos como riesgos potenciales para la estabilidad financiera. La Reserva Federal en su *Financial Stability Report* de noviembre de 2018 identificaba también el aumento en 2017-2018 de la emisión de deuda de riesgo por empresas no financieras (*leveraged loans* y bonos de grado especulativo), p. 19-20, así como de CLOs, p. 28-29, y señalaba la elevada tolerancia al riesgo sobre la deuda de empresas no financieras como factor de vulnerabilidad.
- 3 Los instrumentos CLOs no contienen como único posible activo subyacente préstamos correspondientes a la categoría de *leveraged loans*, pero representan la mejor aproximación al volumen de titulaciones vinculadas a estos préstamos.

Gráfico A  
EMISIÓN DE LEVERAGED LOANS Y HIGH-YIELD BONDS (a)

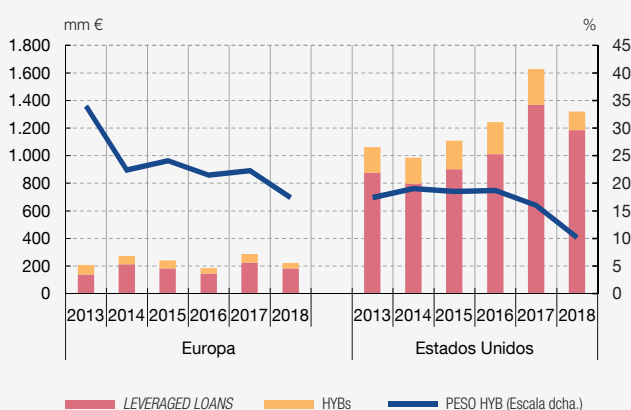
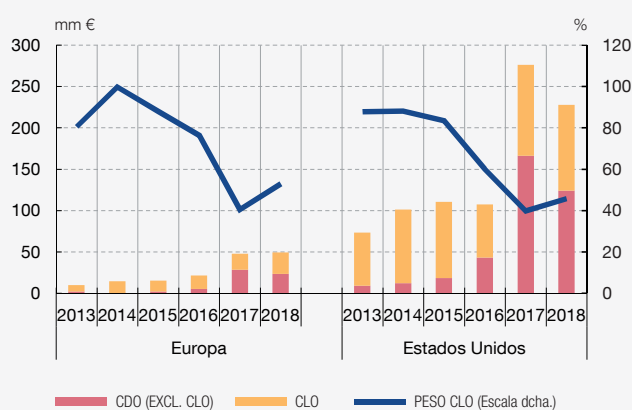


Gráfico B  
EMISIÓN DE CDO/CLO (b)



FUENTES: Thomson Reuters, Dealogic, SIFMA-AFME, SIFMA, Datastream y Thomson Reuters Leveraged Loan Monthly - March 2018 and Year End 2018, Reuters Bond News November 2018.

- a La definición de *leveraged loan* se corresponde con préstamos sindicados que se califican como apalancados o altamente apalancados por Thomson Reuters en base a una lista de criterios de calidad crediticia. La definición de *high-yield bond* se corresponde con bonos clasificados por debajo del grado inversor en la base de datos de emisiones de Dealogic. Las emisiones europeas se corresponden a deudores para los que la nacionalidad de su matriz se corresponde a las mayores economías europeas (Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, y España). Los datos de emisiones de Thomson Reuters que aparecen en dólares se convierten a euros usando el tipo de cambio euro dólar correspondiente al día de la emisión.
- b Los datos de SIFMA de emisiones de titulaciones CDOs y CLOs, así como los datos de emisiones de CLOs en Estados Unidos de Thomson Reuters reportadas en dólares se convierten cada año al tipo medio euro dólar correspondiente. Los datos de emisión de CLOs de Europa para 2018 corresponden al periodo Enero-Noviembre.



Gráfico C  
FLUJO DE EMISIONES DE *LEVERAGED LOANS* POR PAÍS DEL PRESTATARIO (a)

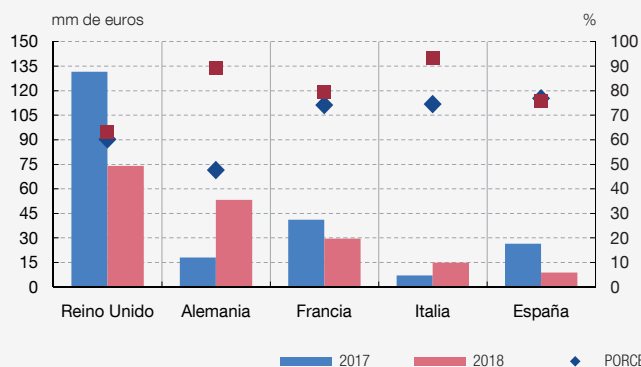
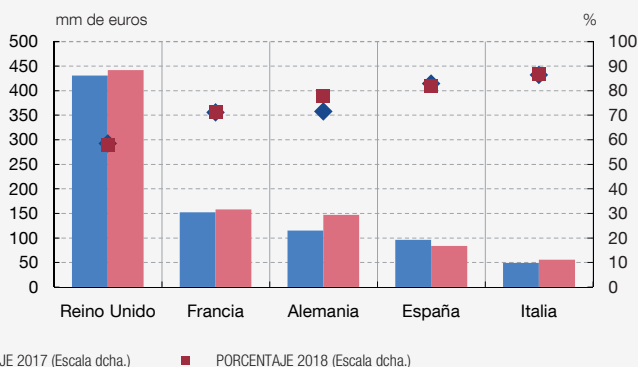


Gráfico D  
STOCK DE EMISIONES DE *LEVERAGED LOANS* POR PAÍS DEL PRESTATARIO (a)



FUENTE: Thomson Reuters.

a El gráfico de flujo de emisiones considera los préstamos con fecha de acuerdo en 2017 y 2018. El *stock* de emisiones en un año dado considera todas las emisiones con fecha de acuerdo hasta diciembre de ese año y fecha de vencimiento del préstamo posterior a diciembre de ese año, esto es, considera el saldo de emisiones vivas. Porcentaje 2017 y 2018 indican la proporción de las emisiones vinculadas a prestatarios de un país en las que intervienen bancos del mismo país (entidades significativas que participan en el último ejercicio de transparencia de la ABE) en capacidad de agentes Tier 1 del sindicato de bancos que proporciona el préstamo. El país del prestatario se identifica con el país de residencia de su compañía matriz última.

lidera las emisiones de *leveraged loans* tanto en 2017 (131 mm€) como 2018 (74 mm€), aunque en este segundo año su diferencia con el segundo país por emisiones (Alemania con 53 mm€) se estrecha considerablemente. Las emisiones correspondientes a empresas con la matriz del grupo radicada en España presentan volúmenes mucho más reducidos (26 mm€ en 2017 y menos de 10 mm€ en 2018) y se presentan a la cola de otros países (ver gráfico C). En todos los países considerados, se observa un elevado porcentaje de emisiones en las que participan bancos significativos (identificados como participantes del ejercicio de transparencia de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) para cada país del estudio) con el mismo país de residencia que la matriz de los prestatarios. Este porcentaje supera el 70% en ambos años en Francia, España, e Italia, país que presenta el mayor porcentaje de participación nacional<sup>4</sup>.

El análisis del *stock* total de emisiones vivas de *leveraged loans* a diciembre de 2017 y 2018 (ver gráfico D) ofrece conclusiones similares al análisis de flujos, de nuevo con Reino Unido como el país de residencia más frecuente de los grupos que emiten *leveraged loans* (con 441 mm€ en 2018), y a distancia significativa del segundo país (Francia con 158 mm€ en 2018). El tamaño relativo de las emisiones correspondientes a prestatarios españoles excede al de los italianos al considerar el total de emisiones (83,3 mm€ frente a 53,3 mm€ en 2018).

La emisión de *leveraged loans* se clasifica comúnmente como un subsegmento del mercado más amplio de préstamos bancarios sindicados, que no solamente se extienden a empresas con consideración de altamente apalancadas<sup>5</sup>. De todas formas, la exposición a préstamos sindicados de los bancos europeos (ver gráfico E) representa otra aproximación útil, al representar una cota máxima, a la exposición a *leveraged loans*. La exposición

de los bancos del área del euro a préstamos sindicados a empresas no financieras no ha variado de forma significativa en el periodo 2012-2018, pero existen importantes diferencias entre países. El crecimiento acumulado de estos préstamos sindicados para el periodo 2012-2018 es de aproximadamente el 16% en Alemania y del 30% en Francia, con claras expansiones desde 2014 y 2016 respectivamente. Por el contrario, España e Italia presentan caídas acumuladas de aproximadamente el 22%.

En 2018, la exposición a préstamos sindicados, a nivel europeo (media UE), representaba aproximadamente el 13,2% del total de exposiciones de crédito a empresas no financieras, 1,3 pp mayor que el porcentaje observado en 2012 (ver gráfico F). La evolución de esta ratio ha sido bastante distinta entre países, con un patrón en U para Alemania, Italia y Francia, retornando los dos primeros en 2018 al porcentaje observado en 2012, mientras que el tercero presenta un cierto aumento. Por el contrario, España presenta un claro patrón ascendente y la importancia relativa de los créditos sindicados pasa del 11,9% en 2012 al 17,1% en 2018. Este hecho, unido al descenso absoluto en el nivel de préstamos sindicados en los bancos españoles observado en el gráfico E indica que la reducción del volumen de este tipo de préstamos de los bancos españoles, ha sido menor que en el conjunto del crédito a empresas no financieras.

4 Con los datos disponibles, solo es posible identificar la participación de bancos nacionales en las operaciones de préstamos sindicados marcadas como *leveraged loans* en Thomson Reuters pero no la cantidad de riesgo asumido.

5 Thomson Reuters incluye en su lista de *leveraged loans* a aquellos préstamos sindicados que se califican como apalancados o altamente apalancados en base a una lista de criterios de calidad crediticia.

Gráfico E  
PRÉSTAMOS SINDICADOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

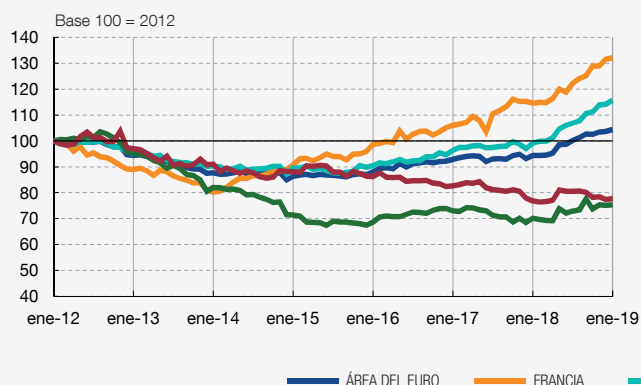
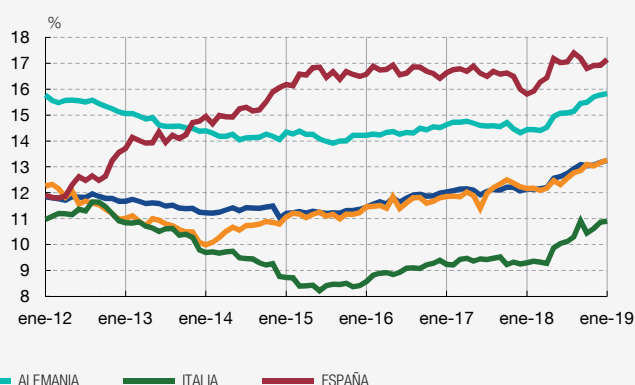


Gráfico F  
PRÉSTAMOS SINDICADOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
En porcentaje sobre préstamos a sociedades no financieras



FUENTE: Banco Central Europeo.

Gráfico G  
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DEUDA-ACTIVO POR RIESGO DISPUESTO  
EN PRÉSTAMOS SINDICADOS (a)  
Diciembre 2018

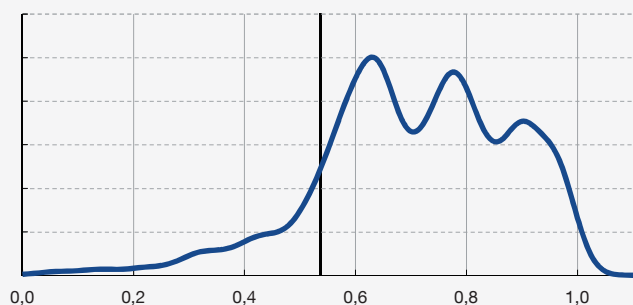
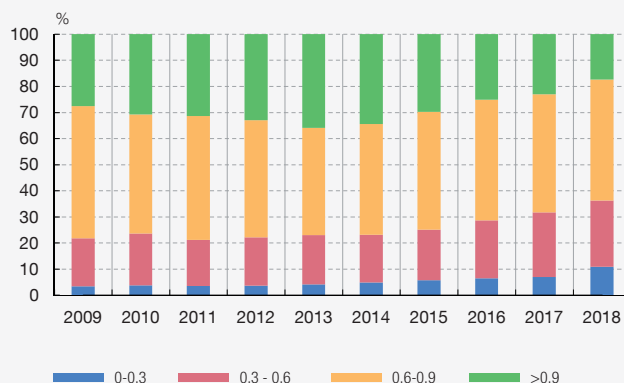


Gráfico H  
PORCENTAJE DE VOLUMEN DISPUESTO POR BUCKETS DE RATIO DE DEUDA  
GRANDES EMPRESAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la ratio de deuda (total de deuda a largo y corto plazo sobre total activo) para las empresas con préstamos sindicados de las entidades de depósito españolas, ponderada por el importe de crédito en CIRBE en diciembre de 2018 correspondiente a cada categoría de esta ratio. 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. La línea vertical indica la mediana de la ratio de deuda medida para el conjunto de grandes empresas en la Central de Balances del Banco de España (CBBE) a la última fecha disponible.
- b La distribución de este gráfico se obtiene mediante el cruce de los datos de CBBE, seleccionando aquellas entidades que satisfacen a nivel individual los requisitos para ser clasificada como gran empresa en términos de número de empleados, ventas o total activo de acuerdo al Reglamento de la UE 651/2014, con CIRBE. Los datos de CBBE se utilizan para clasificar a las empresas por su ratio de deuda y los datos de CIRBE proporcionan el volumen de exposición dispuesto de los bancos españoles a cada una de estas categorías. El año indicado en el gráfico se refiere a la medición del dispuesto en CIRBE (e.g., 2018), con la clasificación por ratios de deuda correspondiente al diciembre anterior (e.g. 2017).

A pesar de que no todo el volumen de préstamos sindicados es concedido a empresas altamente apalancadas, se observa que la distribución de la ratio de deuda (total de deuda a corto y largo plazo sobre total activo) por volumen de este tipo de préstamos en las entidades de depósito españolas se concentra en valores relativamente altos de la ratio en diciembre de 2018 (gráfico G).

La observación de que la actividad sobre *leveraged loans* y titulizaciones asociadas se concentra en Estados Unidos y, dentro de Europa, en Reino Unido, no significa que la proliferación de estos instrumentos no suponga un cierto riesgo para el sistema financiero español. La asunción de riesgos en Europa y Estados Unidos a través de *leveraged loans* afecta a la sensibilidad global a posibles *shocks* sobre la revisión de las

primas de riesgo exigidas o la posición financiera de las empresas, y las perturbaciones originadas en otros sistemas pueden ser transmitidas a través de canales comerciales y financieros.

Adicionalmente, la importancia relativa de las exposiciones a préstamos sindicados para las entidades bancarias españolas en relación al conjunto del crédito a sociedades no financieras no es menor que en otros países europeos como se ha mostrado en el gráfico F.

Finalmente, se analiza la exposición de las entidades de depósito españolas al apalancamiento de grandes empresas en el conjunto del crédito concedido a éstas, más allá del segmento de préstamos sindicados, que a pesar de ser una categoría de riesgo relevante, podría no cubrir todas las

exposiciones a empresas altamente apalancadas. Desde 2009, el cruce de la información de la Central de Balances (CBBE) y la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España, muestra una menor exposición en el crédito a las empresas más apalancadas (ver gráfico H), si bien el peso de éstas en el conjunto del crédito a grandes empresas en 2018 no es despreciable. En concreto, el peso del crédito a empresas con ratio de deuda en las categorías entre 0,6 y 0,9 y superior a 0,9 ha pasado respectivamente del 51% y 28% en 2009, al 46% y 17% en 2018. La exposición a empresas menos apalancadas mitiga los riesgos para la estabilidad del sistema, si bien la distribución de apalancamiento observada indica que la capacidad de pago de alguna empresas de este segmento podría ser sensible al deterioro de las condiciones macrofinancieras como resultado de la cristalización de los riesgos identificados en este IEF.

---

en 2018, elevándose la rentabilidad de los recursos propios en 0,8 pp en relación al ejercicio anterior. No obstante, esta visión agregada también oculta una elevada heterogeneidad, de modo que persisten algunos segmentos con una situación más vulnerable que se concentran en el colectivo de las empresas de menor dimensión y, sobre todo, en las que operan en el sector inmobiliario y de la construcción (gráfico 1.7.D).

**Las condiciones de financiación del sector público han continuado siendo muy favorables.** De hecho, los tipos de interés de la deuda soberana, que es la principal fuente de financiación de este sector, han permanecido en niveles históricamente reducidos durante los últimos meses mostrando, incluso, una baja sensibilidad a la incertidumbre política y fiscal en Italia que elevó de manera notable los costes de emisión del soberano italiano en la segunda mitad de 2018. Esto ha permitido que este sector continúe cubriendo sus necesidades de fondos mediante valores de renta fija a largo plazo, reduciendo sus posiciones deudoras en forma de bonos a corto plazo y créditos (gráfico 1.7.E), elevando así la vida media de la deuda viva y reduciendo las necesidades de refinanciación en el futuro próximo.

**En cualquier caso, el elevado nivel de la ratio de deuda pública sobre PIB supone una vulnerabilidad para la economía española.** Esta ratio se redujo hasta el 97,1% del PIB en 2018, 1 pp menos que en 2017, pero todavía 12 pp por encima de la media del área del euro (gráfico 1.7.F). Detrás de esta caída se encuentra el avance del producto nominal y la progresiva reducción del déficit público. En particular, el desequilibrio presupuestario de las Administraciones Públicas disminuyó en seis décimas en 2018, hasta el 2,5% del PIB, si bien gracias a su componente cíclico, pues no se observa una mejora en el componente estructural desde 2013. El alto endeudamiento público constituye un importante elemento de vulnerabilidad para la economía española ante posibles encarecimientos del coste de financiación, si bien los plazos de vencimiento dilatados de la deuda pública reducen el riesgo de refinanciación, o ante una evolución más negativa de lo esperado de la actividad económica.

En los años que precedieron a la crisis financiera global de 2007/2008, la economía española registró persistentes y crecientes déficits por cuenta corriente, que llegaron a representar el 9,6% del PIB en 2007, que apenas fueron compensados por el modesto superávit de la balanza de capital (véase gráfico A). Este recurso continuado a la financiación externa provocó que la posición deudora neta de la economía española pasara de suponer un 34,7% del PIB en 1999 a alcanzar el 80,2% del PIB en 2008<sup>1</sup>, entonces máximo histórico y muy por encima del nivel que presentaban otras grandes economías europeas (véase gráfico B).

A raíz de la crisis, la economía española ha experimentado un intenso proceso de ajuste en su balanza por cuenta corriente, de modo que ha venido registrando superávits desde 2013. Fruto de esta capacidad de financiación frente al resto del mundo, y del crecimiento del PIB, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española se ha reducido en unos 21 pp desde el máximo alcanzado en 2014, hasta situarse en el 77,1% del PIB en 2018. Este nivel, sin embargo, sigue siendo muy elevado y constituye una fuente de vulnerabilidad para la economía española ante cambios bruscos en las condiciones de financiación en los mercados financieros globales. En este sentido, algunos estudios han tratado de identificar umbrales de riesgo en los pasivos exteriores que, en caso de superarse, serían indicadores de un aumento apreciable de la vulnerabilidad de la economía ante turbulencias en los mercados internacionales. El análisis del Banco de España sitúa ese umbral para la economía española en el 70% del PIB, cifra que, no obstante, debe interpretarse con cautela dadas las dificultades metodológicas a las que se enfrenta la construcción de este tipo de indicadores<sup>2</sup>. Además, el abultado endeudamiento externo de la economía española no es susceptible de corregirse en el corto plazo, especialmente si se tiene en cuenta que durante los últimos trimestres se han reducido los superávits en la balanza por cuenta corriente y de capital, y que se prevé que se mantengan durante los próximos años en niveles más moderados que los observados entre 2014 y 2017.

Para entender mejor los riesgos que se derivan de la elevada posición deudora de la economía española, resulta conveniente analizar también a través de qué productos financieros se asumen estas deudas y qué sectores institucionales residentes son responsables de las mismas. Como se puede apreciar en el gráfico C, el incremento de la PII deudora neta española entre 1999-2009 obedeció, principalmente, a un aumento de los pasivos netos en las categorías de inversión en cartera y otra inversión. Más en concreto, durante este periodo, la economía española financió sus crecientes desequilibrios externos mayoritariamente mediante inversión en cartera materializada en forma de instrumentos de deuda. Como se demostró al estallar la crisis financiera global y la de deuda soberana europea, la financiación obtenida mediante estos instrumentos es particularmente volátil (por ejemplo, en comparación

con la captada en forma de inversión directa) y susceptible de mostrar ajustes bruscos ante cambios en el sentimiento de los mercados. En este sentido, conviene resaltar que el peso de estos instrumentos en los pasivos frente al exterior se ha reducido en los últimos años, desde un máximo del 37% alcanzado en 2006 hasta el 28% registrado en 2018.

En cuanto al desglose por sector institucional, el gráfico D muestra un cambio muy marcado en la composición de la PII española. Así, mientras que en 2008 el sector privado residente (esto es, otros sectores residentes y otras instituciones financieras monetarias) era responsable del 83% de la PII deudora neta española, en la actualidad únicamente asume el 19% del total. En cambio, el peso del sector público ha aumentado de manera notable, pasando del 22% en 2008 al 58% en 2018. Por su parte, el Banco de España ha pasado de registrar una posición acreedora en 2008 a ser responsable de un 23% de la posición deudora en la actualidad. En la medida en que la mayor parte de los pasivos externos netos de la economía recaen en el sector público, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas resulta fundamental para evitar cambios bruscos en el sentimiento de los mercados y una reversión en los flujos de financiación externa.

Por último, resulta útil complementar la información facilitada por la PII con la que proporciona la deuda externa bruta, un indicador que incluye únicamente los pasivos frente al resto del mundo que generan obligaciones de pago<sup>3</sup>. En particular, esta medida excluye todos aquellos pasivos exteriores materializados en forma de participaciones en el capital, que no generan ninguna obligación de pago futuro y, por tanto, no conllevan los mismos riesgos para la sostenibilidad y/o refinanciación de la deuda exterior que otros vehículos de financiación como los bonos o los préstamos. Como se puede apreciar en el gráfico E, la deuda externa bruta de la economía española apenas ha mostrado signos de mejora en los últimos años, si bien se sitúa en línea con la media de la UEM. Así, desde el máximo alcanzado en 2015, este indicador solo se ha reducido en 2 pp, hasta el 166,7% del PIB en 2018. No obstante, en términos de su composición, se observan en los últimos años algunos cambios que han contribuido a reducir su vulnerabilidad. En particular, como se puede apreciar

1 Además de por el comportamiento de la cuenta corriente, la evolución de la PII también viene determinada por los efectos valoración y otros ajustes. Durante el periodo 1999-2008, estas partidas tuvieron una contribución negativa en la PII equivalente a 21 pp.

2 Para más detalle, véase el Capítulo 3 del Informe Anual 2016 del Banco de España.

3 La deuda externa comprende todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal, por intereses o por ambos. En la práctica, esto incluye todos los instrumentos financieros, excepto la renta variable (acciones y otras participaciones en capital, y participaciones en fondos de inversión), los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.

Gráfico A  
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL

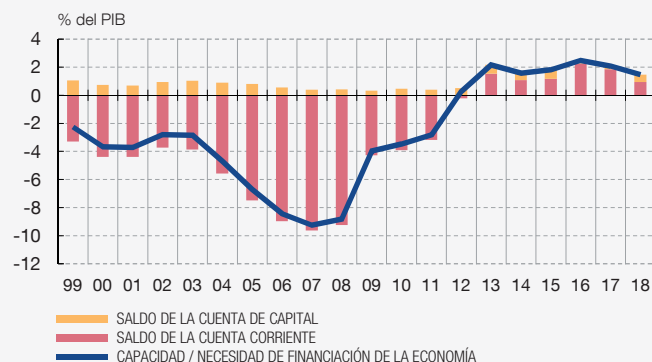


Gráfico B  
PII NETA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

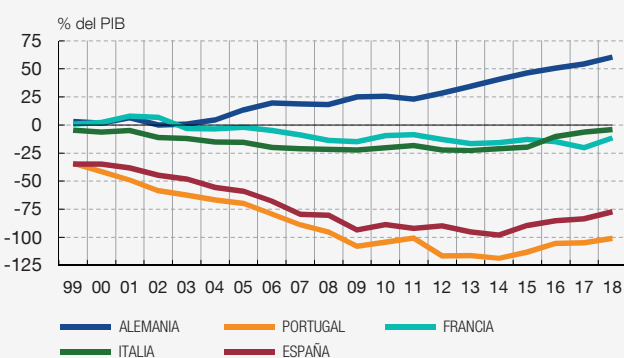


Gráfico C  
PII NETA. DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES (a)

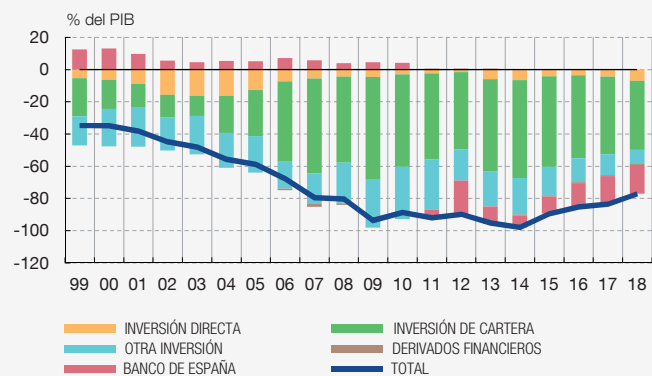


Gráfico D  
PII NETA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL (a)

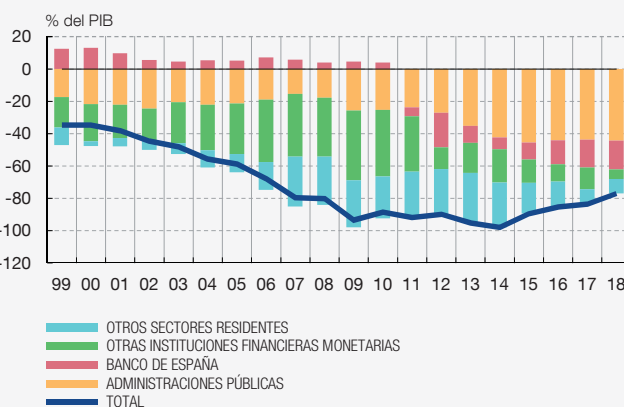


Gráfico E  
DEUDA EXTERNA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (b)

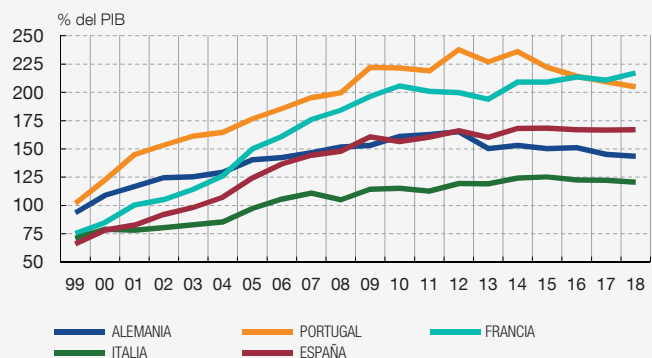
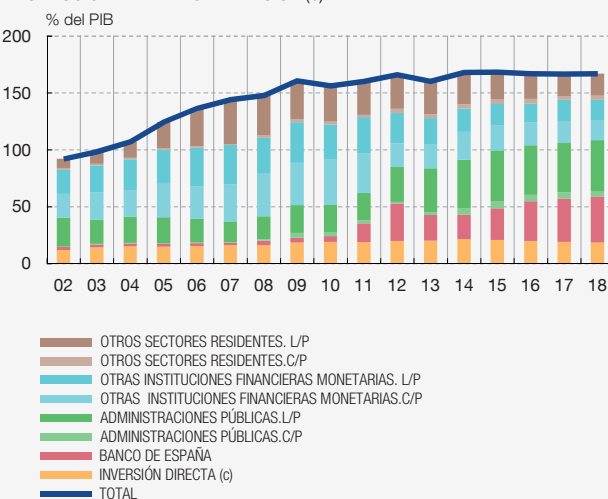


Gráfico F  
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).
- c Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.

en el gráfico F, los títulos emitidos por el sector público, que generalmente conllevan un menor riesgo de refinanciación y de liquidez que los emitidos por el sector privado, han incrementado su peso en el total de la deuda externa bruta desde el 14 % en 2008 hasta el 30 % en 2018. Lo mismo ha sucedido con los pasivos exteriores del Banco de España, muy vinculados a la

implementación de política monetaria y con unos riesgos asociados más acotados incluso que los del sector público, cuyo peso en la deuda externa bruta ha aumentado en 22 pp durante el mismo periodo. Por otra parte, también se ha incrementado el peso de los instrumentos emitidos a largo plazo que, de nuevo, suelen llevar asociados menores riesgos de refinanciación.

---

**La elevada posición de inversión internacional (PII) deudora neta de la economía española también es un elemento de vulnerabilidad frente a eventuales turbulencias en los mercados financieros internacionales.** A pesar de que la PII deudora neta de la nación se ha reducido en casi 21 pp del PIB desde 2014, aún alcanzaba el 77,1 % del PIB a finales de 2018, un nivel elevado en términos históricos y en comparación con otros países, lo que genera un grado de vulnerabilidad potencialmente significativo ante un deterioro de los mercados de capitales internacionales (véase Recuadro 1.3).

2.1 Las entidades de depósito

Riesgo de crédito

2.1.1 ESTRUCTURA DE BALANCE, RIESGOS Y VULNERABILIDADES

**El crédito concedido por las entidades de depósito en sus negocios en España descendió un 3,9 % en diciembre de 2018 en tasa interanual.** El crédito de las entidades bancarias españolas se situó en los 1.150 mm€ en diciembre de 2018, lo que supone un retroceso del 3,9 %, superior al observado en 2017 (gráfico 2.1.A). Además, como se puede apreciar en el gráfico 2.2, este mayor desapalancamiento fue generalizado entre entidades, tanto para el crédito total como para el crédito a empresas no financieras. No obstante, una parte del descenso se explica por la venta, por parte de algunas entidades, de carteras de crédito dudoso. Si se excluye del análisis el crédito dudoso, el descenso se limitaría al 1,8 %.

**El crédito nuevo concedido en el último año se incrementó en un 11 % con respecto a 2017.** En línea con las condiciones macroeconómicas favorables del último año, la generación de nuevo crédito se expandió significativamente, aunque no a ritmo suficiente para compensar las amortizaciones. En el último año se concedieron créditos, bien a través de nuevas operaciones, bien incrementando el saldo dispuesto en operaciones ya existentes, por valor de 441 mm€ a hogares y sociedades no financieras (gráfico 2.1.B).

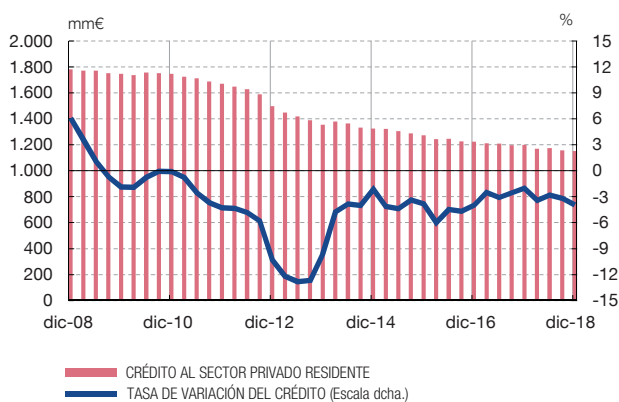
**El crecimiento del crédito nuevo se lleva a cabo en un entorno favorable de condiciones de oferta, en términos de tipos de interés y tasas de aceptación.** Los tipos de interés de las nuevas operaciones se mantuvieron estables en 2018, con un diferencial reducido de 1 pp entre los distintos tamaños de operaciones con empresas, y con un diferencial de 6 pp entre los tipos de nuevas operaciones de consumo y de adquisición de vivienda. En el caso de operaciones de crédito a empresas por volumen inferior a un millón de euros, los tipos

CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE  
Negocios en España, DI

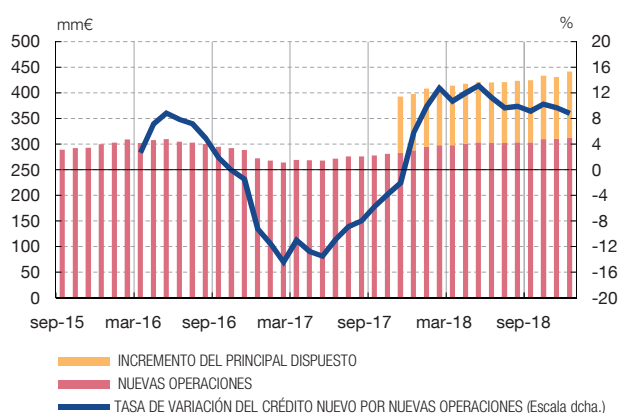
GRÁFICO 2.1

El crédito total siguió reduciéndose hasta situarse en 1.150 mm de euros en diciembre de 2018 (-3,9 % frente a diciembre de 2017). Por su parte, las nuevas operaciones en los 12 meses de 2018 crecieron un 8,8 % con respecto al año anterior, alcanzándose un importe de crédito nuevo total (nuevas operaciones más incremento del principal dispuesto) de 441 mm€, tras haber crecido esta magnitud un 11 % en el último año.

A VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL



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



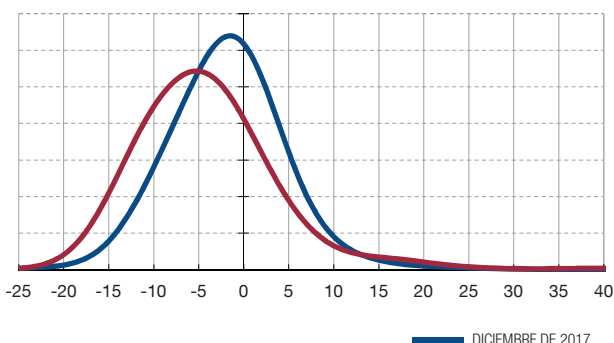
FUENTE: Banco de España.

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

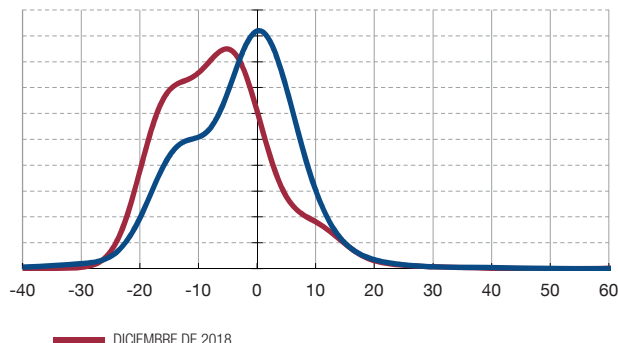


La reducción del crédito al sector privado residente se produjo de forma generalizada entre entidades, tanto en el crédito total como en el destinado a empresas no financieras. Esto se observa en el desplazamiento hacia el lado izquierdo de ambas distribuciones.

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



B DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS 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.

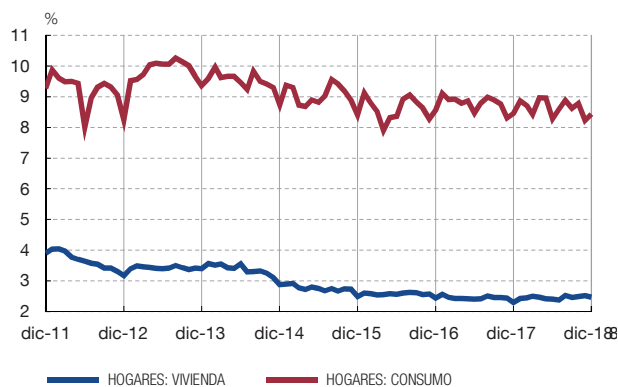
TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES (a)  
Negocios en España, DI

Los tipos de interés de las nuevas operaciones se mantuvieron estables durante 2018. El diferencial entre los tipos de las nuevas operaciones con empresas, grandes y pequeñas, se sitúa en diciembre de 2018 en aproximadamente 1 pp, muy por debajo de los 3 pp en 2013. Dentro de las nuevas operaciones con hogares, el tipo sobre operaciones de consumo continuó en valores por encima del 8 %, con un diferencial aproximadamente de 6 pp sobre las operaciones para adquisición de vivienda.

A TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE NUEVAS OPERACIONES - EMPRESAS



B TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE NUEVAS OPERACIONES - HOGARES



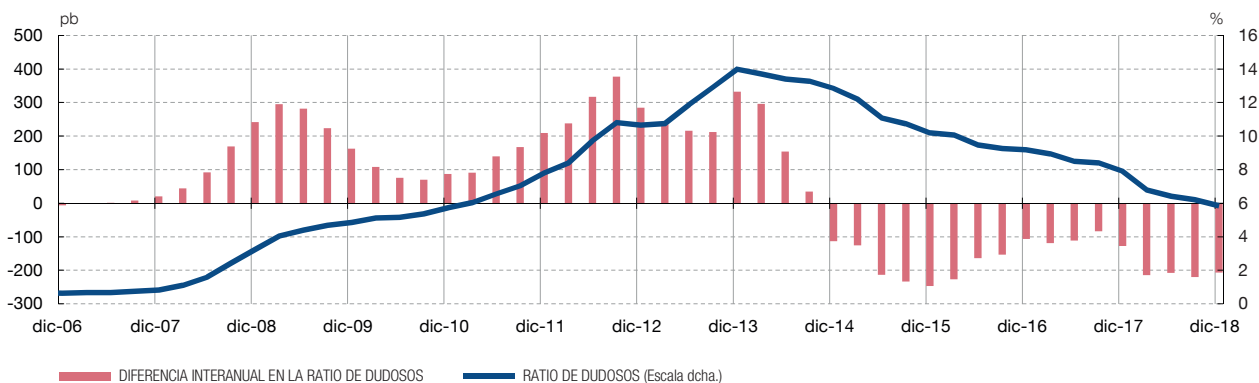
FUENTE: Banco de España.

a 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.

continuaron la tendencia a la baja de los últimos años, con un descenso aproximadamente de 34 pb, mientras, en créditos de tamaño superior, los tipos se mantuvieron ligeramente por encima del 1,5 % (gráfico 2.3.A). En el caso de los hogares, no se apreciaron cambios significativos ni en los tipos de interés de los créditos concedidos para adquisición de vivienda ni en los de consumo (gráfico 2.3.B). El análisis de las nuevas peticiones de crédito de sociedades no financieras durante 2018 muestra un cierto descenso en su número, pero también un ligero repunte del porcentaje de aceptación de hasta 1 pp sobre la tasa de aceptación del 33 % observada a finales de 2017.



La ratio de dudosos del sector privado residente continuó el descenso observado en los últimos años, alcanzando el 5,8 % en diciembre de 2018, lo que supone un descenso de más de 2 pp con respecto al mismo mes del año anterior.



FUENTE: Banco de España.

**Las refinanciaciones y reestructuraciones descendieron en el último año al mismo ritmo que en 2017.** Las operaciones crediticias objeto de refinanciación o reestructuración en diciembre de 2018 se situaron en los 69,5 mm€, descendiendo un 21 % en tasa interanual. Esto se debió especialmente a la evolución de las operaciones refinanciadas o reestructuradas en empresas no financieras, cuyo importe descendió en un 24,2 %.

**En diciembre de 2018, la ratio de dudosos del sector privado residente se situó en el 5,8 %, intensificando el ritmo de descenso de los últimos años.** Esta ratio es la más baja observada desde diciembre de 2010, y se alcanzó tras descender 207 pb en el último año y 814 pb desde diciembre de 2013, momento en el que se registró la tasa de mora más elevada de toda la serie (gráfico 2.4). Este descenso en la ratio de dudosos fue consecuencia del fuerte descenso observado en los activos dudosos en estos últimos años. En particular, desde diciembre de 2013, los activos dudosos se han reducido en más de 122 mm€, lo que representa un 64,5 % del total. En el último año el descenso fue de 27,5 mm€ (-29,1 %). Como se ha mencionado con anterioridad, una parte sustancial de este descenso vino motivado por la venta de carteras de activos asociados a las actividades de construcción e inmobiliarias que han llevado a cabo algunas entidades. Estos descensos no son ajenos a la intensa presión ejercida por los supervisores en los últimos años.

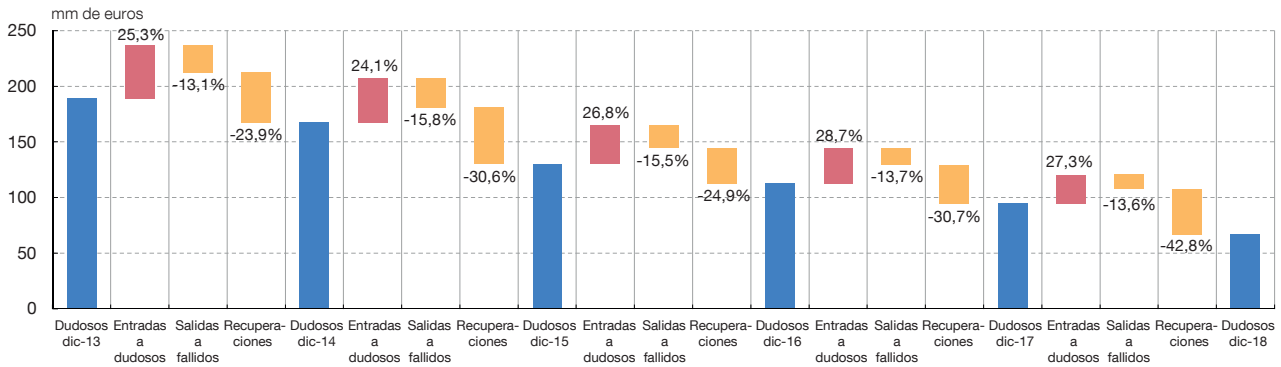
**En el último año descendieron las entradas de dudosos, se mantuvieron estables las salidas a fallidos y aumentaron notablemente las recuperaciones y ventas.** El gráfico 2.5 descompone los flujos de entradas y salidas de dudosos. Las entradas en dudosos representaron en 2018 un porcentaje del 27,3 % sobre el volumen de dudosos inicial. Por su parte, las salidas a fallidos se mantuvieron en un 13,6 % sobre el total de dudosos de inicio de ejercicio, si bien no hay que olvidar que, en importe absoluto, también mostraron un notable descenso. Por último, las recuperaciones, que incluyen adjudicados y ventas de la cartera de dudosos a terceros, aumentaron significativamente en valor absoluto, hasta suponer un 42,8 % del importe con el que comenzó el ejercicio 2018.

**La tendencia descendente del volumen de los activos adjudicados también se acentuó en este año, en buena medida gracias a operaciones mayoristas de venta de carteras.** La reducción en los activos adjudicados iniciada en el año 2014 registró un significativo aumento en el año 2018. Entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018 se

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

GRÁFICO 2.5

Con respecto al año anterior, en 2018 disminuyeron las entradas en dudosos, se mantuvieron estables las salidas a fallidos y aumentaron notablemente las recuperaciones, que incluyen ventas de carteras de dudosos a terceros. Esto hizo que disminuyera el volumen total de activos dudosos en 27,5 mm€.



FUENTE: Banco de España.

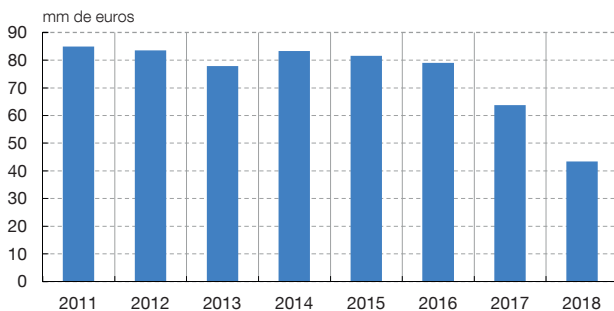
a Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de dudosos al principio del periodo. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal, como activos adjudicados o posibles ventas de la cartera de dudosos a terceros.

## ACTIVOS ADJUDICADOS

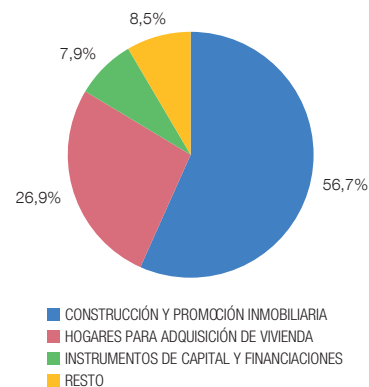
GRÁFICO 2.6

En el año 2018 se ha acentuado la tendencia descendente de los activos adjudicados iniciada en 2014, y éstos se han reducido en más de 20 mm de euros respecto a diciembre de 2017, lo que supone una caída interanual superior al 30 %.

### A IMPORTE DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS



### B DESCOMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS. DICIEMBRE DE 2018



FUENTE: Banco de España.

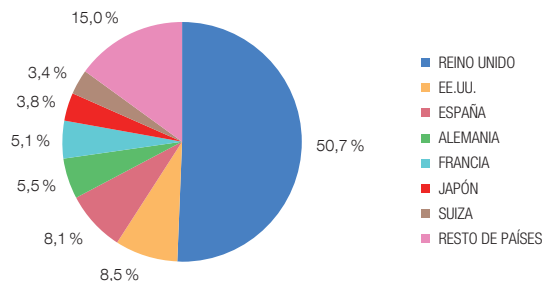
redujo en más 20 mm€, lo que supone una caída interanual superior al 30 % (gráfico 2.6.A)<sup>1</sup>. En el año 2019, la confirmación de las operaciones anunciadas de venta de estas carteras reducirá aún más el volumen de activos adjudicados. En cuanto a la tipología de este tipo de activos, la mayor parte de los adjudicados se refieren a construcción y promoción inmobiliaria (grafico 2.6.B), situándose en segundo lugar los activos procedentes de operaciones de crédito a hogares para adquisición de vivienda (más del 26 %).

<sup>1</sup> Las operaciones de venta mayorista se han ejecutado en la mayoría de los casos a través de la constitución de una sociedad conjunta entre el banco vendedor y el comprador, recibiendo esta sociedad los activos inmobiliarios objeto de la transacción. El banco vendedor retiene un porcentaje minoritario del capital de esta sociedad conjunta. El impacto de los activos inmobiliarios adjudicados sobre el balance de la entidad bancaria vendedora desciende significativamente al pasar de consolidar el conjunto de estos globalmente a sólo incorporar el valor de la participación en la sociedad.

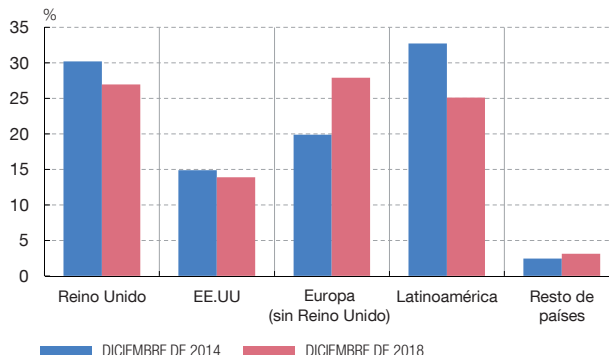
## Datos consolidados

La banca extranjera mantiene en septiembre de 2018 una exposición a Reino Unido similar a la de la banca doméstica. Entre la banca extranjera, destaca la banca de EE.UU. (8,5%) y de España (8,1%), siendo Reino Unido el país donde se concentra más del 25% de los préstamos en el exterior de las entidades de depósito españolas. Por otra parte, en el período 2014-2018 destaca particularmente el crecimiento que han experimentado los préstamos en Europa (sin Reino Unido), y la reducción del peso en los préstamos en Latinoamérica.

A EXPOSICIÓN A REINO UNIDO (a)  
Septiembre de 2018



B EVOLUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS EN EL EXTERIOR (b)  
Diciembre de 2014 y Diciembre de 2018



FUENTES: BIS y Banco de España.

- a El panel A 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 panel B muestra a cada fecha el peso relativo de los préstamos en cada geografía sobre el total de préstamos fuera de España.

**En definitiva, ha continuado el proceso de mejora de la calidad crediticia de los negocios en España,** posibilitado por una política monetaria acomodaticia e impulsado por condiciones macroeconómicas favorables y por la presión supervisora ejercida. En este sentido, los riesgos que afectan al crecimiento potencial de la economía española identificados en este IEF son factores relevantes que condicionan la continuación de este desarrollo favorable.

**A nivel consolidado, el activo total de las entidades de depósito españolas creció en 2018 hasta los 3.550 mm de euros, lo que supone un aumento del 0,5% en tasa interanual** (Anejo 1). Este leve incremento del activo consolidado fue resultado de la evolución de la actividad exterior, cuyos activos financieros (principalmente préstamos) aumentaron un 2,8% en tasa interanual, y en menor medida, de los negocios en España, donde los activos financieros crecieron un 0,3%. Esta mayor diversificación geográfica sitúa los activos financieros en el exterior en diciembre de 2018 en el 48% de los activos financieros consolidados.

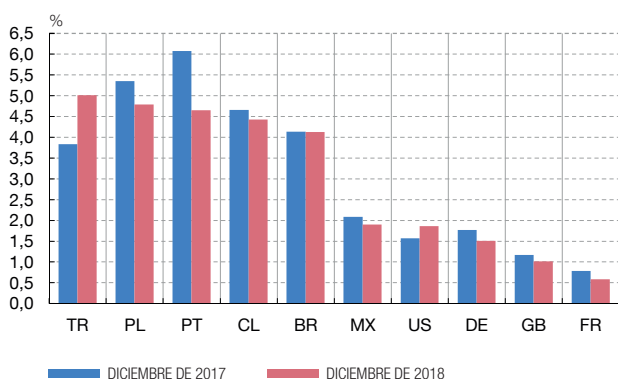
**Las entidades españolas son, junto con las estadounidenses, las que tienen mayor exposición a Reino Unido y, por tanto, pudieran verse afectadas en mayor medida por la incertidumbre relacionada con el Brexit** (gráfico 2.7.A). España es el país europeo con mayor exposición a Reino Unido, seguido de Alemania y Francia. No obstante, esta exposición de las entidades españolas a Reino Unido es 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 para las entidades españolas asociado a un Brexit desordenado es el posible deterioro de la economía británica, si bien este riesgo se ha moderado recientemente tras el acuerdo alcanzado en el Consejo Europeo para aplazar el Brexit hasta el 31 de octubre de este año. La actividad exterior de las entidades españolas se concentra principalmente en Europa y Latinoamérica, y en menor medida, en Estados Unidos y Turquía. En el período 2014-2018, destaca el aumento que han experimentado los préstamos en el resto Europa, más allá de la exposición a Reino Unido, desde el 19,8% en diciembre de 2014 hasta al 27,9% en diciembre de 2018, en contraposición a la reducción de los préstamos en Latinoamérica en 7,6 pp, hasta situarse en el 25,1% en diciembre de 2018 (gráfico 2.7.B).

## RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS Datos consolidados

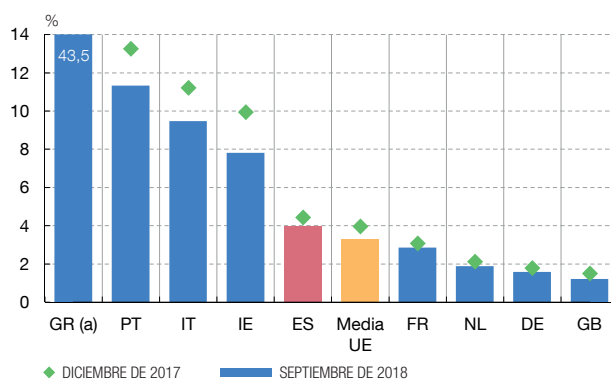
GRÁFICO 2.8

La ratio de préstamos dudosos en el exterior ha disminuido en 2018 en aquellos países con mayor presencia de entidades españolas, excepto en Turquía y Estados Unidos, situándose entre el 5% (en Turquía) y el 0,6% (en Francia). A nivel europeo, la ratio de morosidad del crédito también ha continuado reduciéndose, hasta alcanzar el 3,3% en septiembre de 2018.

A EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS EN EL EXTERIOR  
Diciembre de 2017 y Diciembre de 2018



B RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS. COMPARATIVA EUROPEA  
Diciembre de 2017 y Septiembre de 2018



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a La ratio de préstamos dudosos en Grecia es del 43,5% (45% en diciembre de 2017).

**Los activos dudosos a nivel consolidado, que incluyen tanto préstamos como deuda, se redujeron un 14,4% en tasa interanual (Anejo 1).** Esta reducción del volumen de activos dudosos situó la ratio de morosidad total en el 3,2%, con una disminución de la ratio de 61 pb respecto a la registrada en diciembre de 2017 (3,8%). En el caso de los préstamos en el exterior, esta reducción fue generalizada, excepto en Turquía (+1,2 pp, hasta 5%) y Estados Unidos (+0,3 pp, hasta 1,9%). Los mayores descensos se anotaron en Portugal (-1,5 pp, hasta 4,6%) (gráfico 2.8.A).

**Las entidades españolas presentan una ratio de morosidad del crédito ligeramente superior a la media europea.** En particular, con los datos publicados por el Banco Central Europeo en sus estadísticas bancarias consolidadas, se observa que en el último año las entidades españolas han reducido la ratio de morosidad en 0,5 pp hasta situarla en septiembre de 2018 (último dato disponible) en el 3,9%, frente al 3,3% a nivel europeo. Irlanda, Italia y Portugal son los países que más han reducido la ratio de morosidad, en torno a 2 pp (véase gráfico 2.8.B), aunque siguen situándose significativamente por encima de la media europea.

### Condiciones de liquidez y financiación

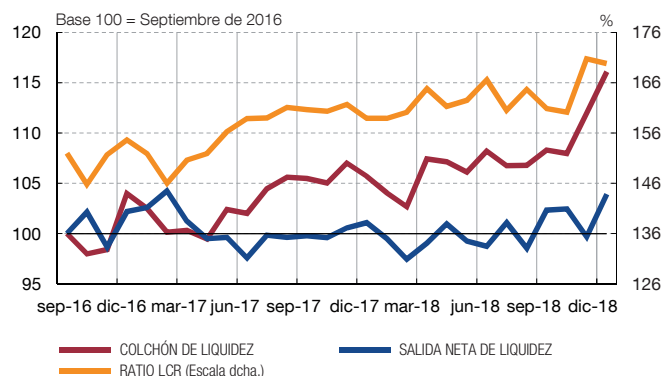
**La ratio de liquidez (LCR) mide la capacidad de resistencia a corto plazo de las entidades de depósito ante retiradas de fondos.** En concreto, la ratio LCR compara el stock de activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés), que se pueden convertir fácil y de manera rápida en efectivo (liquidez), con las salidas netas de fondos que las entidades deberían afrontar bajo un escenario adverso (fijado por el regulador) en el horizonte de 30 días. El nivel regulatorio exigible de esta ratio debe estar por encima del 100%, esto es, las entidades siempre deben poseer suficientes activos líquidos para afrontar las salidas de financiación bajo un escenario de tensión de 30 días.

**En diciembre de 2018, la ratio LCR agregada se situó en el 170%, muy por encima del mínimo regulatorio.** En el gráfico 2.9.A se aprecia cómo la ratio LCR ha mostrado, en general, una evolución ascendente desde el año 2016, hasta situarse en el 170%. Esta evolución fue consecuencia del aumento de los activos líquidos, ya que el denominador de la ratio se mantuvo relativamente estable. Por entidades, el gráfico 2.9.B muestra cómo se produjo un

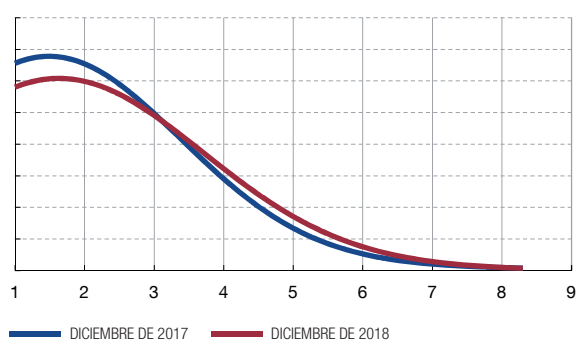
## Datos consolidados

La ratio LCR de las entidades de depósito españolas presenta una evolución ascendente desde el inicio de su medición en septiembre de 2016, dirigida por la acumulación de activos líquidos. La distribución entre entidades varía ligeramente el último año, hacia un mayor nivel de la ratio.

A EVOLUCIÓN DE LA RATIO LCR AGREGADA  
Septiembre de 2016 - Diciembre de 2018 (a)



B DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO LCR EN FUNCIÓN DE LAS SALIDAS  
NETAS DE LIQUIDEZ (b)



FUENTE: Banco de España.

- a En cada fecha, la ratio LCR agregada viene calculada como la división de la suma de HQLAs de todas las entidades y la suma de salidas netas de liquidez de todas las entidades.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la ratio LCR para las entidades de depósito españolas, ponderada por la salida neta de efectivo 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.

ligero desplazamiento hacia la derecha de la distribución entre 2017 y 2018, indicando que un mayor número de entidades presentan valores más elevados de la ratio en diciembre de 2018.

**La ratio LCR de las entidades españolas en diciembre de 2018 se situaba ligeramente por encima de la media europea.** En concreto, con los datos que publica trimestralmente la Autoridad Bancaria Europea en su mapa de riesgos<sup>2</sup>, se observa que la ratio de España se situaba en el 162,3 %, frente al 152 % de la media europea (gráfico 2.10), por debajo de la ratio observada en Reino Unido, pero por encima de las ratios en las restantes economías grandes de la UE.

**La evolución de la política monetaria (PM) en el área del euro afecta a las condiciones de liquidez y financiación en el mercado de fondos mayorista.** La PM expansiva del BCE desde junio de 2014 ha supuesto un aumento en su balance de 2.000 a 4.700 mm€<sup>3</sup> (ver gráfico 2.11.A) debido fundamentalmente a su programa de compras, que ha variado recientemente, y desde enero de 2019 solo reinvierte el principal de sus activos que se amorticen. En marzo de 2019, el BCE ha indicado que seguirá facilitando la financiación de las entidades de crédito a través del Eurosistema y ha señalado que mantendrá los tipos de interés de referencia en su nivel actual a lo largo de todo el año 2019.

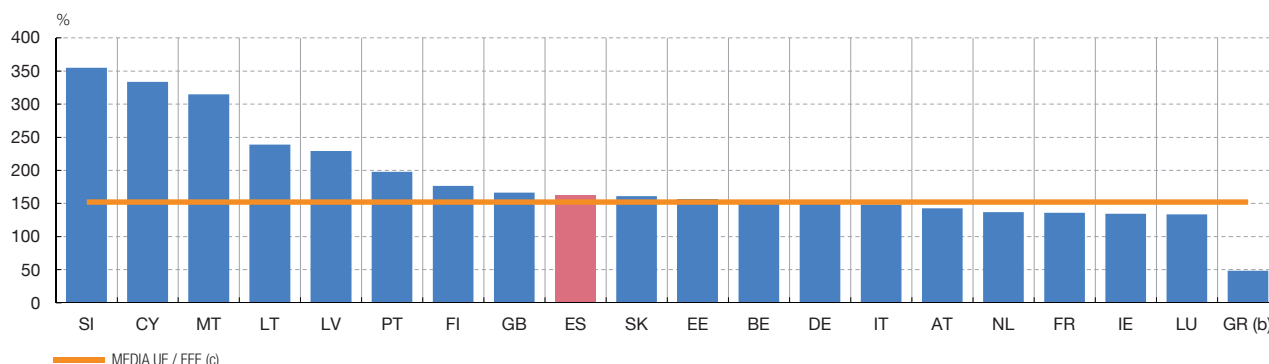
**La financiación proporcionada por el Eurosistema al sistema bancario ha sido muy elevada en los últimos años.** El Eurosistema proporciona liquidez mediante sus programas de compras de activos y sus operaciones de financiación, cuyo importe ascendía a 2.635 y 728 mm€, respectivamente en abril de 2019. Casi la totalidad de las operaciones de financiación concedidas por el Eurosistema en la actualidad (719 mm€)<sup>4</sup> han consistido en cuatro operaciones conocidas como TLTRO-II que han proporcionado a las entidades financiación estable a largo plazo con condiciones muy favorables. Las entidades españolas

<sup>2</sup> Véase <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

<sup>3</sup> El exceso de liquidez existente en el sistema aumentó de 200 a 1.851 mm€ en el mismo periodo. De este importe, 1.265 mm€ corresponden a exceso de reservas y 586 mm€ a la facilidad de depósito.

<sup>4</sup> El resto, 9 mm€, han consistido en las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

La ratio de cobertura de liquidez (LCR) a nivel europeo se situaba a diciembre de 2018 en el 152 %, muy por encima del umbral mínimo exigido del 100 %. Con carácter general, el conjunto de países europeos presentaba una ratio superior al 100 %, con la excepción de Grecia.



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

- a Los datos se refieren a una muestra de 149 entidades, y la ratio LCR se calcula como media ponderada de las ratios de las entidades de cada país.
- b Los bancos griegos monetizaron sus activos líquidos para cubrir sus necesidades netas de liquidez, situando la ratio LCR por debajo del 100 % en el período de tensión que todavía persiste, de acuerdo con lo previsto 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.

han obtenido cerca de 168 mm€<sup>5</sup>, lo que representa el 23 % de la liquidez total recibida por el conjunto de las entidades del Eurosistema (véase gráfico 2.11.B) y algo más del 15 % del PIB español. Junto a las entidades italianas, son las que más han utilizado estas operaciones TLTRO-II para obtener financiación a largo plazo.

**Las medidas que anunció el Consejo de Gobierno del BCE en marzo de 2019 muestran que la financiación que los bancos pueden obtener a través del Eurosistema seguirá siendo abundante durante un periodo amplio.** En particular, el BCE confirmó que las operaciones regulares de financiación a una semana y a tres meses seguirán ejecutándose a tipo de interés fijo y con adjudicación plena de la demanda de liquidez que hagan las entidades, con la única restricción de que dispongan de colateral suficiente, al menos hasta marzo de 2021<sup>6</sup>. Además, decidió lanzar una nueva serie de operaciones trimestrales, entre septiembre de 2019 y marzo de 2021 (TLTRO-III). A la fecha de publicación de este IEF, el BCE ha anunciado que tendrán un vencimiento de 2 años, que serán a un tipo de interés variable indexado al tipo de las operaciones normales de financiación, que está hoy en el 0 %, y que el resto de detalles de estas operaciones los anunciará más adelante.

**Los mercados monetarios interbancarios no garantizados del área del euro siguen teniendo una actividad muy reducida.** El volumen de contratación del mercado del EONIA es muy reducido y ha seguido disminuyendo en los últimos meses (gráfico 2.11.C). La caída en la actividad de los mercados interbancarios español y europeos se explica por: i) el exceso de liquidez existente en el sistema, que implica que los bancos no necesitan acudir al mercado interbancario para financiarse al tener sus necesidades de liquidez ya cubiertas; ii) el nuevo marco regulatorio, que favorece las operaciones de financiación con garantía<sup>7</sup> y iii) la aversión de los bancos al riesgo de contraparte que surgió con la crisis financiera, que ha supuesto un cambio estructural por el que los bancos optan por operaciones garantizadas con colateral de calidad frente a las realizadas sin garantía.

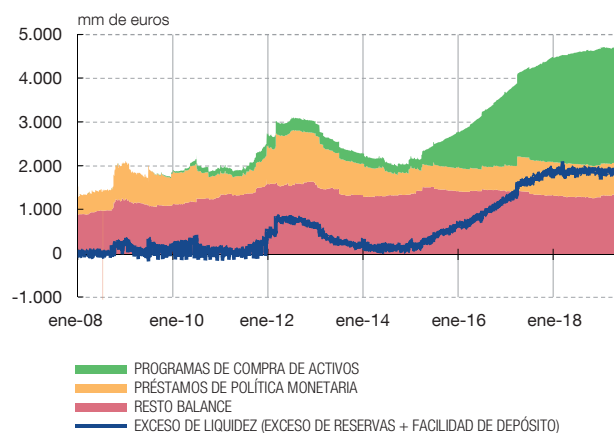
5 De este importe, 115,6 mm€ fueron concedidos en junio 2016, 41,5 mm€ en marzo de 2017 y el resto (10 mm€) en septiembre y diciembre de 2017.

6 En concreto, hasta el final del último período de mantenimiento de reservas requeridas correspondiente a marzo de 2021.

7 En particular, la normativa de solvencia reduce las exigencias de capital a las exposiciones con colateral.

Los mercados monetarios interbancarios no garantizados del área del euro siguen teniendo una actividad muy reducida, mientras que la financiación proporcionada por el Eurosistema ha sido muy elevada en los últimos años. Las entidades españolas redujeron su actividad emisora agregada en 2018 respecto al año anterior.

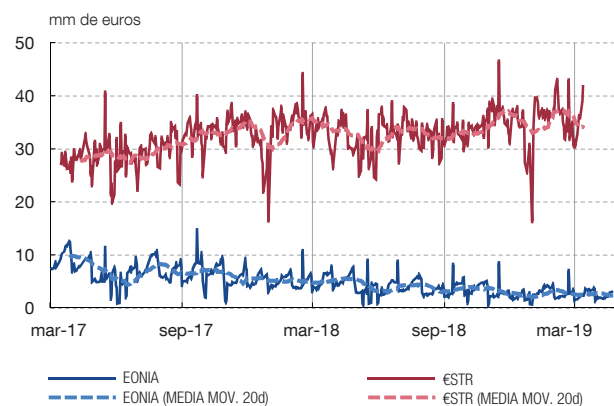
A BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



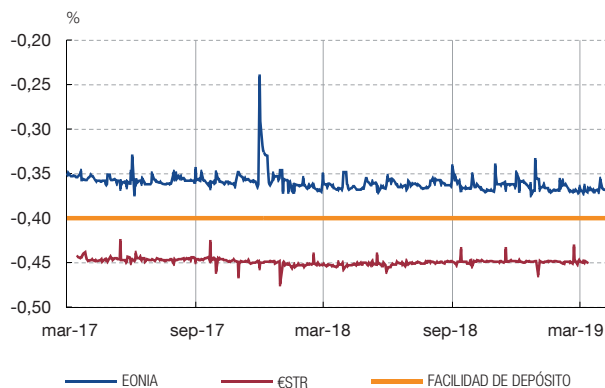
B SALDO VIVO DE LAS SUBASTAS DEL EUROSISTEMA



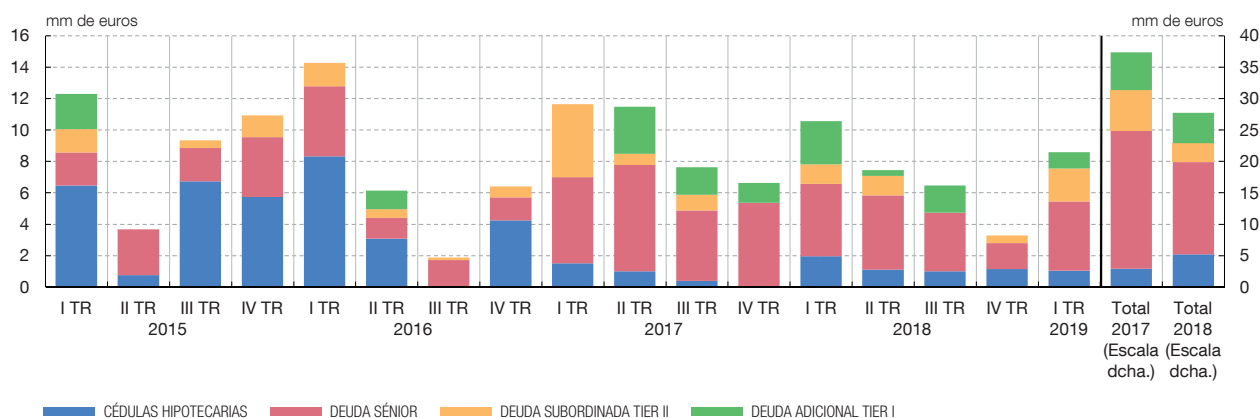
C VOLUMEN DE CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS MONETARIOS DE LA UE



D TIPOS DE LOS MERCADOS MONETARIOS DE LA UE



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



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.



**La mayor parte de la actividad en los mercados monetarios no garantizados se lleva a cabo por entidades que no tienen acceso a la facilidad de depósito del BCE, contribuyendo a explicar las diferencias entre los tipos EONIA y €STR.** Estas entidades incluyen a empresas financieras europeas no bancarias (gestoras de activos, fondos de pensiones, compañías de seguros) y entidades bancarias no residentes en la UE. Este tipo de entidades ha recibido mucha liquidez por ser tenedoras de volúmenes importantes de activos que ahora son absorbidos por el BCE en el marco de su programa de compras. Ese exceso de liquidez es depositado en bancos europeos que, a su vez, lo colocan en la facilidad de depósito. Estos depósitos de entidades sin acceso a la facilidad de depósito en bancos europeos se realizan a un tipo inferior al de la propia facilidad de depósito, lo que explica que el tipo €STR, que recoge también este tipo de transacciones, esté por debajo de la facilidad de depósito. En cambio, el tipo EONIA, que sólo recoge transacciones entre bancos de la UE, se sitúa cerca del tipo de la facilidad de depósito que actúa como un suelo dado el exceso de liquidez existente (gráfico 2.11.D y Recuadro 2.1 sobre los nuevos índices de referencia en Europa).

**La actividad en los mercados garantizados (repos) representa la mayor parte del volumen total negociado en los mercados monetarios europeos y ha aumentado en los últimos dos años.** Las entidades están utilizando estos mercados para la gestión de sus necesidades de colateral y no tanto para la de efectivo o de sus necesidades de liquidez, como sucedía en el pasado. Las entidades tienen una mayor necesidad de activos líquidos de alta calidad (HQLA), en particular, de bonos soberanos en un contexto de incertidumbre respecto a su disponibilidad por la combinación de varios factores. En este contexto, son los bonos soberanos con *rating* de inversión los que constituyen el tipo de activo más utilizado en el mercado de repos, en su mayor parte, compensados en entidades de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés).

**En cuanto a la financiación a más largo plazo, las entidades españolas redujeron su actividad emisora agregada en 2018 respecto al año anterior.** Por tipo de instrumento de deuda emitido, esta reducción en el importe de las emisiones se produjo para la deuda sénior y para la subordinada, tanto la computable como capital adicional de nivel 1 (Tier I), como la computable como capital de nivel 2 (Tier II). Por el contrario, el importe de las emisiones de cédulas hipotecarias a lo largo del año 2018 fue superior al del año anterior (véase gráfico 2.11.E), si bien conviene recordar que en 2017 se había producido una considerable reducción respecto a los niveles de 2015 y 2016, años en los que las emisiones de los bancos españoles se concentraron en estos instrumentos garantizados.

**No obstante, las necesidades de emisión en el futuro próximo se verán impulsadas por el cambio de paradigma en la resolución de las entidades bancarias que se ha traducido en el establecimiento de unos requerimientos mínimos de recursos propios y otros pasivos elegibles.** La Junta Única de Resolución (JUR) ha establecido unos objetivos vinculantes a las entidades significativas europeas en relación con los requerimientos mínimos de recursos propios y otros pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés). Para cumplir con estos objetivos de MREL, las entidades necesitan emitir distintos instrumentos de deuda con diferente grado de subordinación y costes asociados superiores a la deuda sénior o instrumentos garantizados como las cédulas hipotecarias. Estos instrumentos de deuda subordinada que computan como MREL son productos complejos, por lo que deberían estar reservados a inversores mayoristas con capacidad de análisis del riesgo y la rentabilidad que ofrece el producto, y no distribuirse entre inversores minoristas. Debe tenerse en cuenta que, en casos de resolución del banco, estos instrumentos podrían llegar a absorber pérdidas total o parcialmente, con el consiguiente impacto patrimonial en su tenedor. En estas circunstancias, la presencia de minoristas se podría convertir en un obstáculo para la resolubilidad de



Los índices de referencia son un elemento esencial para la determinación del precio de un número elevado de instrumentos y contratos financieros. Entre estos, el EONIA es particularmente relevante en los contratos de derivados y el mercado de permutas de tipos de interés (OIS<sup>1</sup>) así como para la transmisión de la política monetaria.

El EONIA se calcula como un tipo de interés medio ponderado por el volumen de todas las transacciones en el mercado interbancario de préstamos a un día sin garantía declaradas voluntariamente por un panel de 28 bancos. La disminución de la actividad en sus mercados subyacentes y la reducción del número de bancos que participan en los paneles han afectado negativamente a la integridad y solidez de este índice. De hecho, no cumple con los requisitos que exige la nueva normativa europea de *benchmarks*<sup>2</sup> (BMR), por lo que es necesario reformarlo, lo que debe hacerse antes del 1 de enero de 2020 que es la fecha límite que establece la BMR para que los índices de referencia cumplan con la norma.

El administrador del EONIA, EMMI<sup>3</sup>, trató en un primer momento de modificar el índice en línea con lo exigido por la BMR. Sin embargo, en 2017 anunció que no continuaría con su reforma comprometiéndose a producir este índice crítico<sup>4</sup> hasta el final del periodo transitorio de la BMR. Afirmó que no podría garantizarse que el EONIA fuese a cumplir con la BMR, en cuyo caso, no sería posible usarlo como índice de referencia a partir del 2020. En este sentido, se ha propuesto a EMMI modificar la metodología de cálculo del EONIA para facilitar la transición al nuevo tipo libre de riesgo.

Por su parte, los bancos centrales están desarrollando tipos libres de riesgo *overnight* que puedan complementar los índices que desarrolle el sector privado dado su papel fundamental para la transmisión de la política monetaria. En este contexto, el BCE ha desarrollado un índice, denominado €STR, del que es el administrador.

El €STR es un índice representativo del área del euro que refleja el coste de financiación para los bancos de la zona del euro de tomar fondos en el mercado mayorista en operaciones de depósito a muy corto plazo (*overnight*) en condiciones de mercado. El tipo se publicará diariamente y se basará en las transacciones individuales en el mercado monetario europeo de depósitos que 50 entidades deben reportar al BCE en el marco del reglamento de información estadística sobre los mercados monetarios, MMSR<sup>5</sup>. El mercado subyacente es el de los depósitos de los bancos con entidades financieras y no sólo con

otros bancos. El €STR y el EONIA se basan en transacciones sin garantía *overnight*, pero hay diferencias económicas importantes entre ellos ya que el EONIA recoge el tipo al que el banco presta fondos a otros bancos en el mercado interbancario mientras que el €STR recoge el tipo que paga el banco por los depósitos de otras contrapartes que pueden no ser bancos. Estas diferencias explican el diferencial existente entre ambos índices. Los tipos del €STR son más bajos que el EONIA entre 7 y 9 pb, como puede verse en el gráfico 2.11.D.

El grupo de trabajo del sector privado sobre tipos de interés libres de riesgo<sup>6</sup> recomendó en septiembre de 2018 el uso del €STR como el nuevo tipo libre de riesgo del área del euro en sustitución del EONIA. No obstante, el EONIA seguirá existiendo y podrá utilizarse en los contratos en vigor durante un período de tiempo limitado para facilitar una transición fluida al €STR. El BCE informó el pasado 14 de marzo que comenzará a publicar el €STR a partir del 2 de octubre de 2019, 3 meses antes de la fecha límite para la sustitución del EONIA, reflejando la actividad que se produzca el día anterior.

Una vez identificado el €STR como el índice recomendado, es importante que los bancos trabajen para asegurar una transición ordenada del EONIA al €STR y solucionar los riesgos y problemas

- 1 El volumen vivo de instrumentos del mercado monetario sin garantía indexados al EONIA se estima que era de alrededor de 450.000 mm€ a finales de 2017. En el caso del mercado OIS (*Overnight Index swap*), se estima que su uso excede de 5.200 mm€.
- 2 Reglamento UE 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2016 sobre índices de referencia. Normativa desarrollada como consecuencia de los casos observados de manipulación de los índices de referencia y que busca mejorar la metodología de cálculo de los índices de referencia exigiendo que su cálculo se base en transacciones reales, así como fortalecer la gobernanza y los controles en el proceso de elaboración de los índices, evitando los conflictos de interés.
- 3 El *European Money Market Institute* (EMMI) es una entidad privada encargada de administrar el EONIA. Es una asociación sin ánimo de lucro fundada en 1999 bajo la ley belga. Sus miembros son las asociaciones bancarias nacionales de países miembros de la UE.
- 4 El EONIA fue designado como índice crítico en junio de 2017. También lo son el Euribor (agosto de 2016), y el LIBOR (diciembre de 2017).
- 5 Reglamento (UE) N° 1333/2014 del BCE de 26 de noviembre de 2014 relativo a las estadísticas de los mercados monetarios (BCE/2014/48). El objetivo principal de la obtención de estas estadísticas es proporcionar al BCE de una información estadística completa, detallada y armonizada sobre los mercados monetarios de la zona del euro, que proporcionan información sobre el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria.
- 6 Es un grupo dirigido por el sector financiero, creado en 2018 por el BCE, la Autoridad belga de Mercados y Servicios Financieros (FSMA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Comisión Europea compuesto 21 grandes bancos europeos, entre ellos BBVA y Santander, y 5 asociaciones de la industria.

que pueden surgir con los contratos e instrumentos referenciados actualmente al EONIA (*legacy assets*). En este sentido, el grupo de trabajo recomendó que el EMMI, como su administrador, modifique la metodología de cálculo actual del EONIA para facilitar la transición al nuevo tipo libre de riesgo dando a los participantes en el mercado el tiempo suficiente para llevar a cabo la transición al €STR<sup>7</sup>. Así, durante un período de tiempo limitado que terminará a finales de 2021, el EONIA se calculará aplicando un diferencial fijo al €STR<sup>8</sup> que publique el BCE, en lugar de basarse en los datos aportados por un panel de entidades de crédito.

El BCE informó también el 14 de marzo que apoya los esfuerzos del sector privado para lograr una transición exitosa del EONIA y proporcionará el cálculo del diferencial que exista entre el EONIA y el €STR en una fecha concreta con anterioridad al inicio de la

publicación del índice €STR. Así, sería posible que, a partir del 2 de octubre, el EMMI comience a publicar el EONIA recalibrado basado en el €STR simultáneamente a la publicación del €STR por el BCE. Esta publicación simultánea duraría hasta finales de 2021 y, a partir de ese momento, sólo se publicará el €STR.

Finalmente, el grupo de trabajo también recomendó a los participantes en el mercado la sustitución gradual del EONIA por el €STR y el uso del €STR en todos los nuevos productos y contratos que se firmen a partir de enero de 2020.

7 También se solicita al EMMI que colabore con las autoridades pertinentes para asegurarse que el Eonia revisado con arreglo a su nueva metodología, cumple la BMR.

8 El grupo de trabajo recomendó al EMMI el 14 de marzo de 2019 una fórmula concreta para el cálculo de este diferencial entre el €STR y el EONIA que deberá basarse en datos públicos.

las entidades. La emisión de pasivos computables a efectos de MREL supone un reto mayor para entidades de tamaño mediano y pequeño, con menor experiencia emisora y un modelo de financiación orientado al sector minorista.

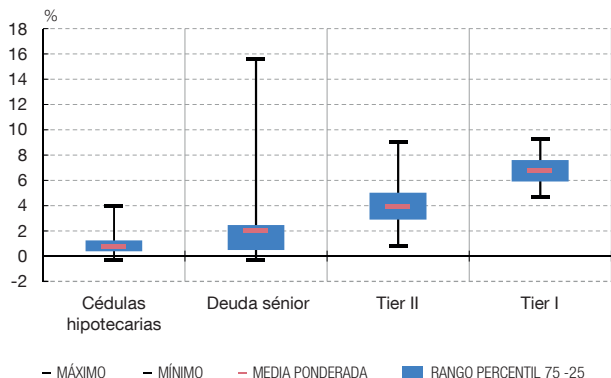
**Se observa una relación inversa entre el orden de prelación de cobro de los distintos instrumentos de deuda y la rentabilidad que deben ofrecer los bancos para captar ese tipo de financiación en los mercados.** En concreto, el análisis de las emisiones de cuatro instrumentos de deuda (cédulas hipotecarias, deuda sénior, deuda subordinada computable como capital de nivel 2, y deuda subordinada computable como capital adicional de nivel 1, ordenados de mayor a menor según su orden de prelación) realizadas por los bancos de los cinco principales países europeos (España, Francia, Alemania, Italia y Reino Unido) en los últimos tres años (de 2016 a 2018) revela que existe una notable diferencia entre el coste asociado a las emisiones de cédulas hipotecarias y deuda sénior, por un lado, y a las emisiones de deuda subordinada, por otro (gráfico 2.12.A)<sup>8</sup>. En cuanto a la deuda subordinada, también existe una clara diferencia entre los costes de ambos tipos de deuda, siendo el coste de la deuda computable como capital adicional de nivel 1 superior al de la deuda subordinada computable como capital de nivel 2.

**En los últimos años ha descendido el coste de la deuda subordinada y ha subido ligeramente el de las cédulas hipotecarias y la deuda sénior europeas.** La comparativa en los tres últimos años de los costes de emisión entre los principales países europeos (gráfico 2.12.B) no revela grandes diferencias entre países, y en líneas generales, la rentabilidad media ofrecida por cada tipo de instrumento se mantiene en unas bandas

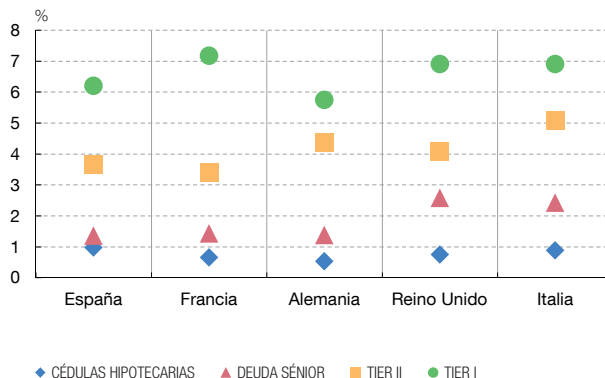
8 La dispersión es mayor en los costes de la deuda sénior, ya que, con mucha diferencia, es el tipo de deuda emitido con mayor frecuencia, por lo que incorpora entidades muy heterogéneas por tipo de negocio, tamaño y situación financiera. Adicionalmente, parte de esta dispersión puede responder a la imposibilidad de separar la deuda sénior no preferente (*non-preferred*) del resto de deuda.

Existe una clara relación entre el coste de las emisiones y el orden de prelación de cobro de los instrumentos de deuda: cuanto más cercana es la deuda al capital de la entidad, mayor es su coste. Asimismo, cuanto más cercano es el instrumento de deuda en sus características a un instrumento de capital, mayor es la reducción de los costes asociada a una mayor ratio de CET1 del emisor.

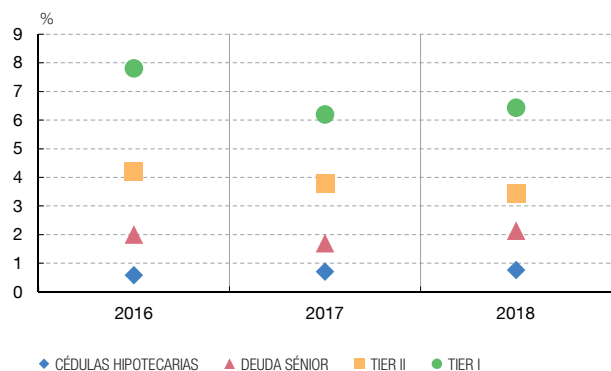
A COSTE DE LAS EMISIONES DE DISTINTOS INSTRUMENTOS DE DEUDA 2016-2018 (a)



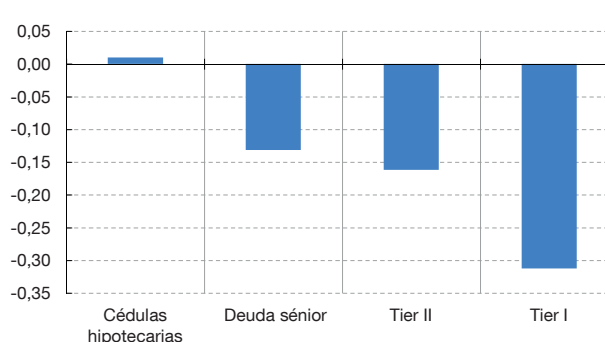
B COSTE MEDIO DE LAS EMISIONES DE DISTINTOS INSTRUMENTOS DE DEUDA ENTRE 2016 Y 2018 POR PAÍS



C COSTE MEDIO DE LAS EMISIONES DE DISTINTOS INSTRUMENTOS DE DEUDA POR AÑO



D EFECTO DEL NIVEL DE CET1 EN EL COSTE DE LOS DISTINTOS INSTRUMENTOS DE DEUDA (b)



FUENTES: Dealogic y SNL.

- a En el gráfico se presentan el coste máximo, el coste mínimo, el rango entre el percentil 75 y el percentil 25 y la media ponderada (por el importe de las emisiones) del coste de las emisiones de cédulas hipotecarias, deuda sénior, deuda subordinada computable como capital de nivel 2 y deuda computable como capital adicional de nivel 1 realizadas por los bancos españoles, italianos, franceses, alemanes y británicos entre 2016 y 2018. El mínimo de las emisiones de cédulas hipotecarias y deuda sénior es inferior a cero porque en algunos casos el cupón de la emisión está referenciado a un índice (como el Euribor a 3 meses), más un diferencial, y el valor del índice en el momento de la emisión es menor que el diferencial aplicado.
- b En el gráfico se presenta para cada tipo de instrumento, el coeficiente correspondiente a la ratio de CET1 en una regresión multivariante con el coste de emisión como variable dependiente y otras características de la emisión (plazo, volumen), del emisor (tamaño de activo, solvencia, nacionalidad), y condiciones de mercado (índice del sector bancario europeo, tipo de la deuda pública del país del emisor del plazo más cercano al de la emisión) como variables explicativas. Por ejemplo, el coeficiente de -0,3 para Tier 1 indica que un aumento de 1 pp de la ratio de CET1 de un banco emisor está asociado *ceteris paribus* a una reducción de -0,3 pp en los costes de emisión de este instrumento. La estimación se efectúa sobre emisiones de entidades bancarias de Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido para el periodo 2016-2018.

similares. Sin embargo, se observa una cierta tendencia descendente en las rentabilidades ofrecidas por la deuda subordinada y una tendencia ligeramente ascendente para las cédulas hipotecarias y la deuda sénior europeas (véase gráfico 2.12.C). Como consecuencia de estas tendencias, el diferencial de coste entre la deuda subordinada y la deuda sénior y las cédulas se ha estrechado en los últimos tres años (alrededor de 1,5 pp para la deuda subordinada computable como capital adicional de nivel 1 y de 1 pp para la computable como capital de nivel 2).

**Mayores niveles de la ratio de CET1 se corresponden con menores costes de emisión de deuda, y el efecto aumenta a medida que el instrumento de deuda se asemeja más a un instrumento de capital. Con los datos de las emisiones de**

instrumentos de deuda de los bancos europeos en 2016-2018, se realiza un análisis empírico<sup>9</sup> para tratar de identificar los determinantes del coste de los distintos instrumentos de deuda y se obtiene que el nivel de la ratio de CET1 (el capital de más calidad) tiene un efecto negativo estadísticamente significativo sobre el coste de emisión de la deuda sénior y de la deuda subordinada, tanto la computable como capital de nivel 1 como de nivel 2. En cambio, la ratio de CET1 del emisor no tiene un efecto significativo para las cédulas hipotecarias, un producto relativamente más homogéneo y que está garantizado por la cartera hipotecaria (gráfico 2.12.D)<sup>10</sup>. Finalmente, centrando la atención en el análisis de las emisiones de deuda subordinada, el tamaño de la entidad también resulta significativo, de modo que entidades con mayor nivel de activos se corresponden con menores costes de emisión.

**El resultado anterior sobre la relación inversa entre la ratio CET1 y los costes de emisión es muy relevante para las entidades españolas.** Esto se debe a que en los próximos años deberán emitir una cantidad significativa de instrumentos de deuda subordinada (*additional Tier 1, Tier 2, non-preferred senior debt*) para cumplir con los requisitos MREL que se les están imponiendo. Cuanto mayor sea su ratio de CET1, más barato será el coste esperado de estas nuevas emisiones.

**No se identifican ni vulnerabilidades ni cambios significativos en la financiación minorista,** cuyo volumen y composición se mantuvo relativamente estable, con un crecimiento de los depósitos a nivel consolidado en un 0,7 % en tasa interanual.

## 2.1.2 RENTABILIDAD Y SOLVENCIA

### Rentabilidad

**Durante el año 2018, el resultado consolidado atribuido a la entidad dominante del sector bancario español fue de 19.438 millones de euros, un 24,8 % superior al obtenido en 2017.** Este incremento en el beneficio consolidado ha supuesto un aumento de la rentabilidad sobre activos (ROA) de 11 pb, desde el 0,44 % de 2017 al 0,55 % de 2018 (véase Anejo 2). Por su parte, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) ha aumentado desde el 6 % en diciembre de 2017 al 7,2 % en diciembre de 2018, lo que en principio mejora la capacidad de resistencia de los bancos españoles frente a *shocks* futuros. La recuperación de la rentabilidad contribuye a acercar el ROE a los niveles de coste de capital (COE por sus siglas en inglés) estimados para el sector bancario, si bien se encontraría todavía por debajo de los valores medios del COE observados con posterioridad a la crisis económica de 2008.

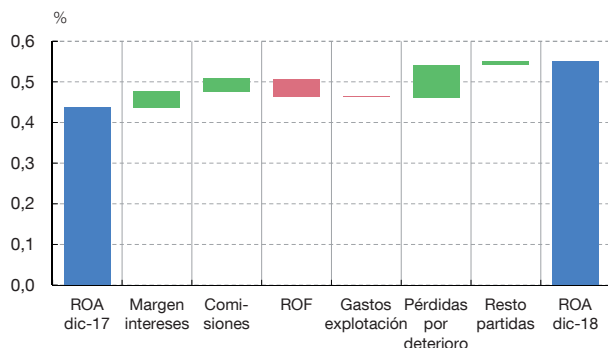
**A nivel consolidado, tanto el margen de intereses como las comisiones netas se incrementaron respecto al año anterior, mientras que el resultado de operaciones financieras se redujo.** El margen de intereses aumentó ligeramente (1 %, véase Anejo 2) en tasa interanual en el último año, como consecuencia del mayor descenso de los costes financieros (-3,8 %) respecto a los ingresos financieros (-0,7 %). El incremento interanual de las comisiones netas fue mayor (un 3,6 %), aunque su menor importe resulta en un aumento inferior al del margen de intereses en términos de activos totales medios (ATM) (gráfico 2.13.A). Los resultados de operaciones financieras (ROF), como viene ocurriendo

9 Se realizan regresiones multivariantes con el coste de emisión como variable dependiente y otras características de la emisión (plazo y volumen), del emisor (tamaño de activo, solvencia y nacionalidad), y condiciones de mercado (índice del sector bancario europeo y tipo de la deuda pública del país del emisor del plazo más cercano al de la emisión) como variables explicativas. Se ha analizado la robustez de los resultados añadiendo otras características del emisor como por ejemplo el *rating*, que presenta mejores valores con mayores niveles de solvencia y mayor tamaño del emisor. En estas especificaciones, el menor coste de emisión asociado al mayor nivel de la ratio de CET1, ya sea por efecto directo o a través de una mejora del *rating*, se mantiene.

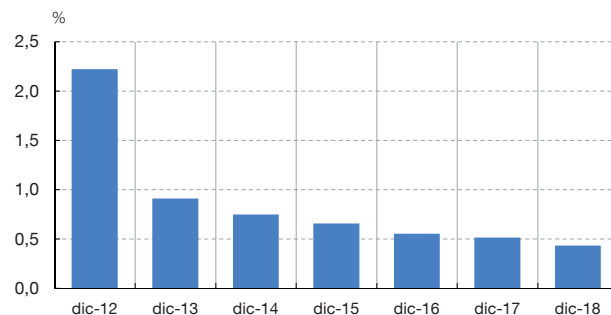
10 Estos resultados se basan en todas las emisiones de los bancos de los principales países europeos, siendo la mayoría de ellas realizadas por bancos de gran tamaño. La validez para entidades de menor tamaño no es contrastable por su número muy limitado de emisiones.

Tanto el margen de intereses como las comisiones netas se incrementaron respecto al año anterior, mientras que el ROF se redujo. El principal determinante de la mejora en el resultado del sector bancario español es la reducción de las pérdidas por deterioro, que cayeron más del 16 % en 2018.

A DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO CONSOLIDADO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE EN DICIEMBRE DE 2018 CON RESPECTO A DICIEMBRE DE 2017. PORCENTAJE SOBRE ATM (a)



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



FUENTE: Banco de España.

a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) por parte de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de 2018 respecto a 2017.

en los últimos años, se redujeron, y su caída fue superior al 25 %. De esta forma, el margen bruto se redujo ligeramente, un 0,7 %, en el año 2018.

**En el actual contexto de reducidos tipos de interés, las entidades han derivado parte de su negocio a la provisión de servicios bancarios, con lo que las comisiones han aumentado.** Esta tendencia descendente del margen de intereses y ascendente de las comisiones netas en los últimos años también se ha producido en la actividad en España de las entidades, aunque el margen de intereses ya se mantuvo estable en el último año (véase gráfico 2.14.A). Por su parte, las comisiones netas siguieron creciendo en 2018, casi un 4 % en tasa interanual, lo que se tradujo en casi 0,4 pp de aumento en su peso sobre el margen bruto (véase gráfico 2.14.B).

**En cualquier caso, el principal determinante de la mejora en el resultado del sector bancario español en 2018 fue la reducción de las pérdidas por deterioro.** Como viene ocurriendo en los últimos años (gráfico 2.13.B), las pérdidas por deterioro de activos se redujeron en 2018. El descenso fue notable, superior al 16 % y cercano a los 3.000 millones de euros, y en un contexto de márgenes estancados, constituye el principal determinante de la mejora en el beneficio de las entidades españolas en 2018. No debe olvidarse, además, que la variación positiva de la contribución de operaciones extraordinarias también impulsó la rentabilidad.

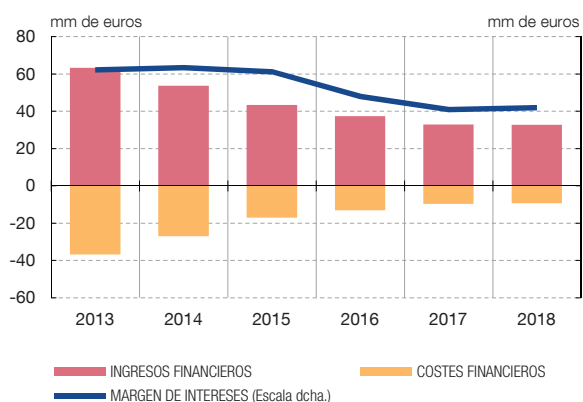
**La ratio de eficiencia de los bancos españoles ha mejorado desde 2016 por el incremento del margen bruto y la contención de los gastos, que presentan una estructura relativamente estable para las entidades bancarias españolas desde el año 2015.** La leve reducción del nivel de los gastos de explotación en 2016, y la evolución desfavorable del margen bruto llevaron a un deterioro de la ratio de eficiencia agregada desde el 52,7 % en 2015 al 55,7 % en 2016. A partir de este año, la contención de los gastos y la mejoría del margen bruto han permitido la recuperación del nivel de la ratio hasta el 53,3 % en 2018 (gráfico 2.15.A). Descomponiendo los gastos de administración vinculados a la actividad de las entidades bancarias en España en 2015 y 2018, se

## EVOLUCIÓN DEL MARGEN DE INTERESES Y COMISIONES NETAS Negocios en España, DI

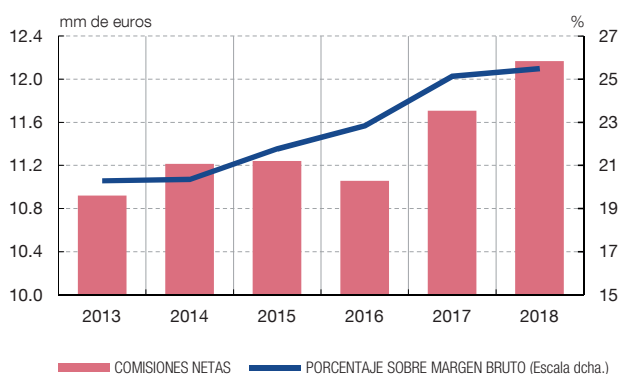
GRÁFICO 2.14

Aunque en los últimos años el margen de intereses se redujo en la actividad en España, se mantuvo estable en 2018. Por su parte, las comisiones netas siguieron creciendo, casi un 4 %, en el último año.

A INGRESOS Y COSTES FINANCIEROS Y MARGEN DE INTERESES



B COMISIONES NETAS. IMPORTES Y PORCENTAJE SOBRE MARGEN BRUTO (a)



FUENTE: Banco de España.

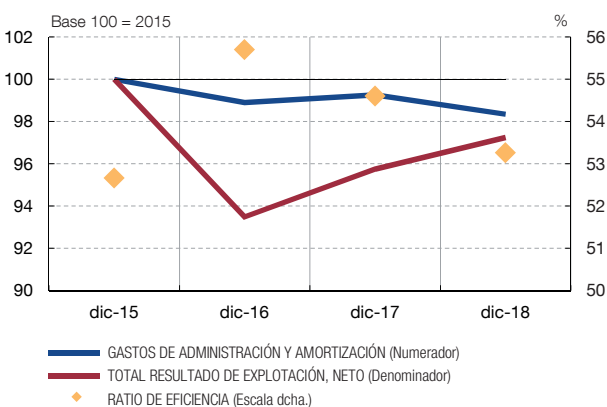
a El margen bruto es la suma del margen de intermediación (margen de intereses más rendimiento de los instrumentos de capital) y las comisiones netas, el resultado de otras operaciones financieras y otros resultados de explotación.

## RATIO DE EFICIENCIA Y ESTRUCTURA DE GASTOS DE EXPLOTACIÓN

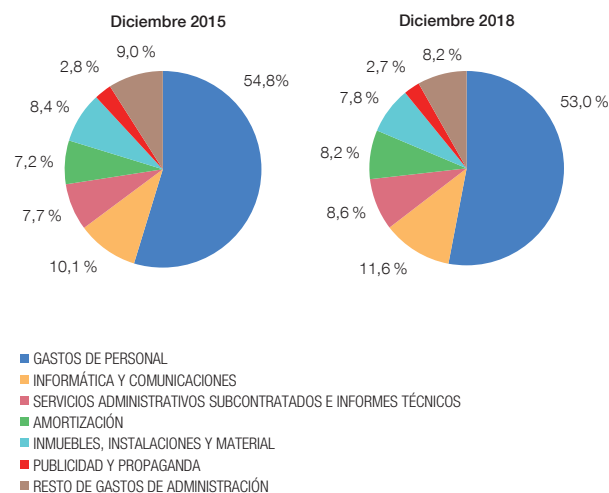
GRÁFICO 2.15

La ratio de eficiencia a nivel consolidado ha evolucionado favorablemente desde 2016, tanto por el aumento del resultado neto de explotación, como de la reducción de los gastos de administración y amortización. A nivel individual, los gastos de administración a diciembre de 2018 se concentran principalmente en gastos de personal, informática y comunicaciones, servicios de *outsourcing* y amortización, siendo la estructura de costes relativamente estable en comparación a la observada en 2015.

A EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA



B DESCOMPOSICIÓN DE GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y AMORTIZACIÓN

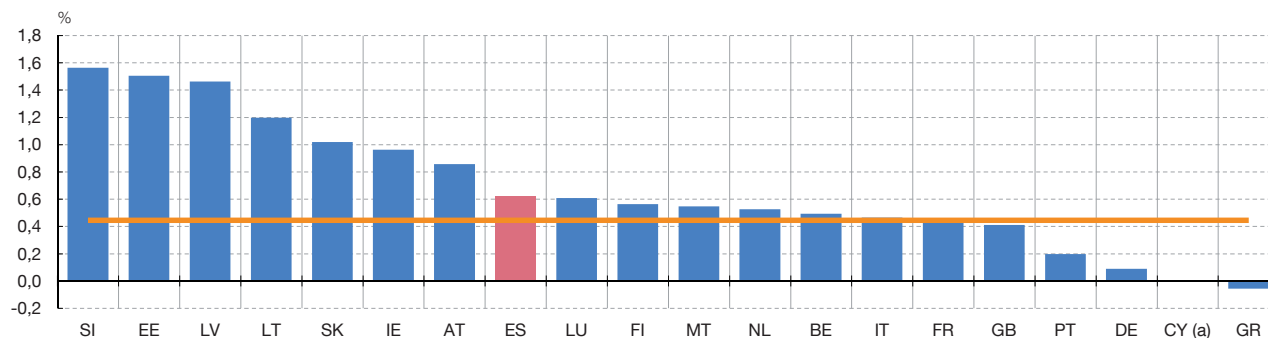


FUENTE: Banco de España.

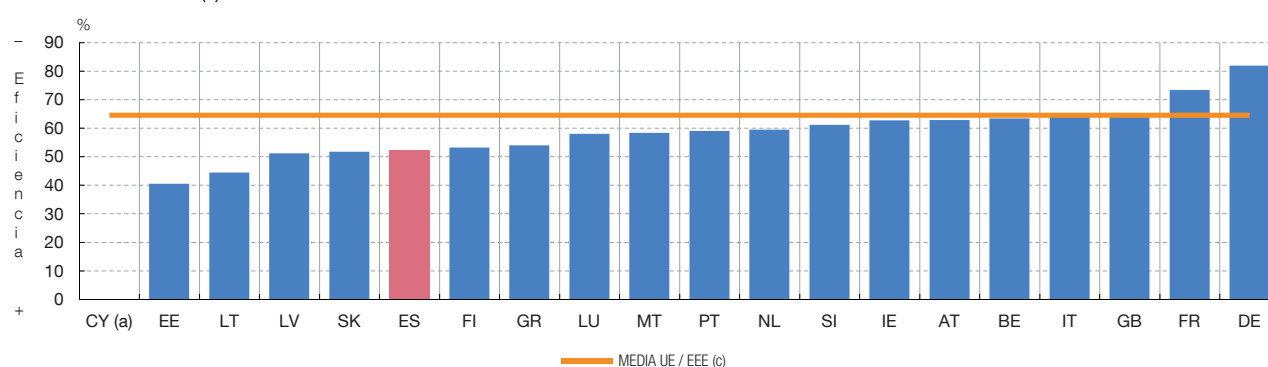
observa una cierta estabilidad, con preponderancia de los gastos de personal (53 %), siendo las siguientes categorías más relevantes informática y comunicaciones (11,6 %), servicios subcontratados e informes técnicos (8,6 %), y amortización (8,2 %). Estas tres últimas partidas aumentan su peso con respecto a la estructura de 2015, cuando representaban respectivamente el 10,1 %, 7,7 % y el 7,2 % del total de gasto (gráfico 2.15.B). Este cambio refleja el proceso de digitalización y aumento del componente tecnológico de la actividad de estas entidades.

En términos de rentabilidad sobre activos, las entidades españolas se sitúan por encima de la media europea y de la de los principales países europeos. En la misma línea, la ratio de eficiencia del sector bancario español se sitúa entre las más bajas (mejores) de Europa.

A RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS



B RATIO DE EFICIENCIA (b)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

a Dato no publicado por la ABE.

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

c Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

**En términos de rentabilidad y eficiencia, las entidades españolas se sitúan por encima de la media europea.** A partir de los datos publicados por la Autoridad Bancaria Europea (ABE)<sup>11</sup> referidos a diciembre de 2018, se observa que el sector bancario español se sitúa en los primeros lugares en el *ranking* de rentabilidad de los principales países europeos (gráfico 2.16.A). En la misma línea, la ratio de eficiencia, i.e., el cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto, de las entidades españolas se sitúa entre las más bajas (mejores) de Europa (gráfico 2.16.B).

### Solvencia

**La ratio de capital de mayor calidad, el capital ordinario de nivel 1 (CET1) se situó en el 12,2% en diciembre de 2018, habiendo disminuido 43 pb en el último año, en buena medida debido a la reducción de los ajustes transitorios** (gráfico 2.17.A). El capital ordinario de nivel 1 se redujo alrededor de un 5% en el último año, descenso motivado en gran parte por la caída en los ajustes transitorios<sup>12</sup> que en los años previos

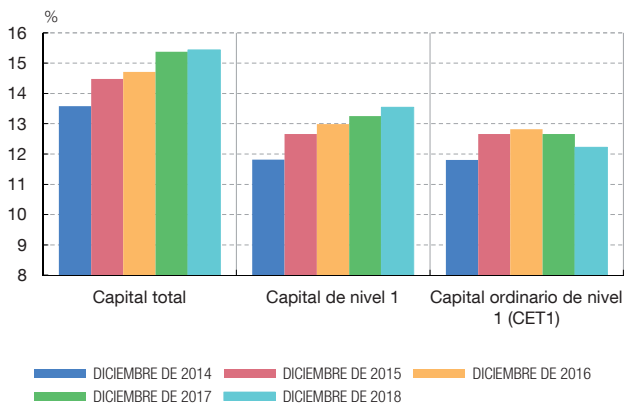
11 Véase <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

12 Los ajustes transitorios, en general, difieren en el tiempo las deducciones sobre los recursos propios acordadas en la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013 (CRD IV) y el Reglamento (UE) 575/2013, de 26 de junio de 2013 (CRR) que trasponen Basilea 3 a Europa, de tal forma que la reducción del CET1 se reparte en más años. Como criterio general el ajuste transitorio era del 80% en 2014, 60% en 2015, 40% en 2016, 20% en 2017, hasta desaparecer en 2018.

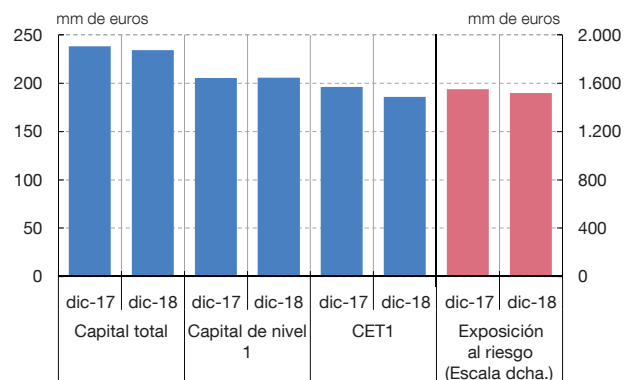


La ratio de CET1 se redujo en 43 pb hasta situarse en el 12,2 % en diciembre de 2018, mientras que las ratios de capital de nivel 1 y de capital total aumentaron en el último año. Por su parte, los activos ponderados por riesgo se redujeron un 2 % en el último año.

A RATIOS DE CAPITAL



B NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



FUENTE: Banco de España.

minoraban las deducciones de ciertas partidas de CET1 (fondo de comercio, activos fiscales diferidos, etc.), y que se han ido aplicando gradualmente hasta la implantación plena de Basilea 3. Por tanto, los bancos españoles no han compensado con aumentos en su capital o reservas la erosión de CET1 que supone el proceso de ajuste a la nueva normativa. Por su parte, los activos ponderados por riesgo (APRs), también se redujeron en el último año, aunque lo hicieron en menor medida que el capital ordinario de nivel 1, un 2 % (véase gráfico 2.17.B).

**Como ya se puso de manifiesto en el anterior IEF, en los últimos años la ratio de solvencia CET1 sólo ha aumentado de forma moderada.** En particular, la ratio CET1 de capital solo ha aumentado 42 pb en el periodo 2014-2018, a pesar de la disminución del denominador y la recuperación de los beneficios bancarios en el periodo coincidente con la evolución más favorable de la economía española.

**Por el contrario, el cambio regulatorio favoreció que las ratios de capital de nivel 1 y de capital total aumentaran en el último año, hasta situarse en el 13,5 % y el 15,4 %, y la ratio de capital CET1 *Fully-Loaded* aumentara también 0,1 pp hasta situarse en el 11,8 %.** La ratio de capital de nivel 1 aumentó 30 pb en el último año, en buena medida reflejando la reducción de los ajustes transitorios comentada anteriormente (ya que las deducciones han pasado a aplicarse directamente sobre el CET1 y no sobre el capital adicional de nivel 1, como ocurría mientras los ajustes transitorios se mantenían vigentes). Por su parte, la ratio de capital total subió ligeramente, 6 pb, en el mismo periodo. La ratio de capital CET1 *Fully-Loaded*<sup>13</sup>, que se calcula en cada fecha aplicando la implementación íntegra de la regulación de solvencia sin aplicar ajustes transitorios, ha mejorado en 0,1 pp respecto a su valor en 2017.

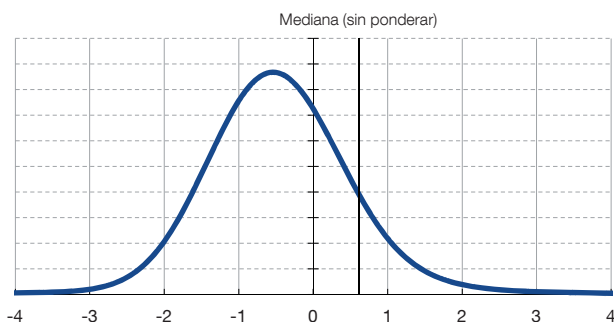
**La distribución del cambio en 2018 de la ratio de CET1 muestra cierta concentración en valores negativos, indicando que la reducción de esta ratio de solvencia se corresponde con un conjunto de entidades que representan un volumen alto de los APRs del sector.** El gráfico 2.18.A muestra la distribución, en función del volumen de APRs, de la variación de

13 La evolución de la ratio de capital CET1 *Fully-Loaded*, FL, entre 2017 y 2018 se ve afectada por la entrada en vigor de la nueva normativa contable NIIF 9, aplicable sobre la ratio de 2018 pero no sobre la de 2017, fecha en la que esta norma no estaba en vigor ni siquiera parcialmente. En cualquier caso, para una comparación plena entre ratios FL, sería necesario descontar de la ratio de 2017 el impacto que ha supuesto la entrada en vigor de la normativa contable.

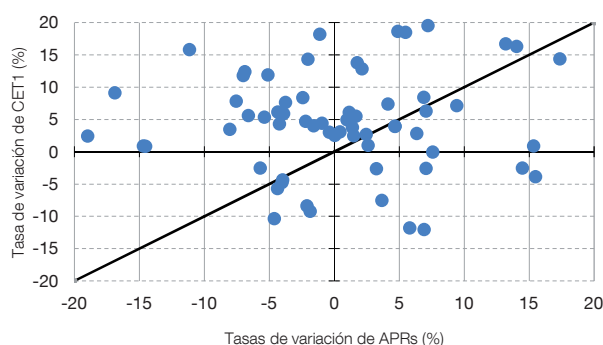


En términos de activos ponderados por riesgo, entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018 se produjeron más reducciones que aumentos de la ratio de CET1. En términos de entidades, más entidades aumentaron su ratio de CET1 durante el año 2018 de las que lo redujeron.

A DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE CET1 (a)



B TASA DE VARIACIÓN DEL CET1 Y DE LOS APRs EN 2018 (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la variación de la ratio de CET1 entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018 para las entidades de depósito españolas, ponderadas por los activos ponderados por riesgo de cada entidad en 2017. 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. La línea vertical representa la mediana (sin ponderar) de la tasa de variación de la ratio de CET1 entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018.
- b Los puntos situados por encima de la bisectriz presentan crecimientos (descensos) del volumen de CET1 en 2018 superiores (inferiores) al crecimiento (descenso) del volumen de APRs por lo que se corresponderían con aumentos de la ratio de CET1 en 2018. Lo contrario ocurre para los puntos situados por debajo de la bisectriz.

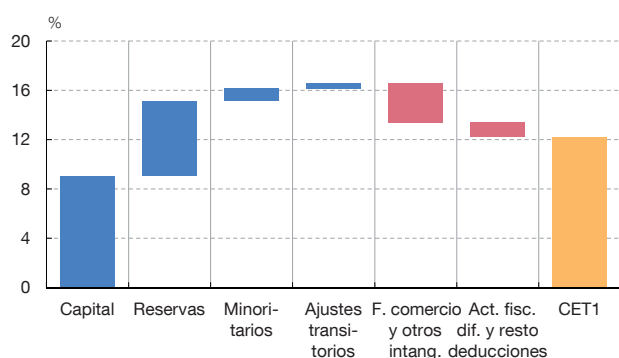
la ratio de CET1 entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018, y se puede ver cómo la mayor parte del área de la curva se corresponde con valores negativos de la tasa de variación. El gráfico 2.18.B muestra cómo la mayor parte de las entidades presenta aumentos en el nivel de CET1, mientras que el número de entidades que aumenta o disminuye sus APRs está relativamente equilibrado. Este análisis indica que, en algunos casos, el aumento de los APRs es superior al de CET1, resultando en una reducción de la ratio, y que, en general, son entidades pequeñas las que aumentan su ratio, no siendo suficientemente significativas para que, a nivel agregado, aumente la ratio de CET1.

**A nivel agregado, los instrumentos de capital y las reservas constituyen los principales componentes del capital ordinario de nivel 1 en diciembre de 2018, mientras que los ajustes transitorios representan una proporción muy reducida debido al avance de la implementación de Basilea 3.** En el gráfico 2.19.A se detalla la composición de la ratio de CET1 en términos de los activos ponderados por riesgo. Los instrumentos de capital y las reservas representan respectivamente 9 pp y 6 pp de la ratio de CET1. Los intereses minoritarios representan 1 pp de la ratio y los ajustes transitorios han reducido su peso por debajo de 0,5 pp de la ratio. En cuanto a las deducciones del CET1, las más relevantes desde el punto de vista cuantitativo son las procedentes del fondo de comercio y otros activos intangibles (3,2 pp de la ratio), seguidas de las derivadas de los activos fiscales diferidos (1,2 pp de la ratio).

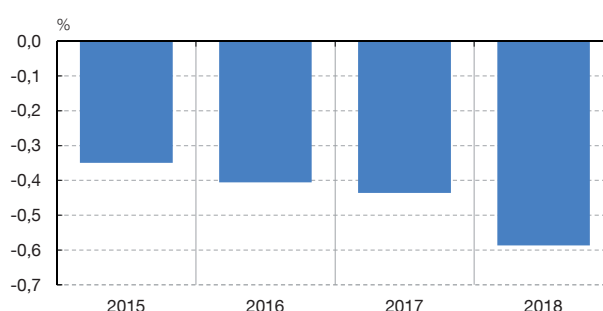
**La evolución del capital CET1 en los últimos cuatro años contrasta con la evolución de los dividendos (alrededor de 25 mm€, en volumen total) distribuidos por la banca española en ese periodo (1,8 pp en relación al volumen de APRs a diciembre de 2018).** El gráfico 2.19.B muestra cómo, en el periodo 2015-2018, la distribución de dividendos se ha mantenido en un rango entre 0,6 pp y 0,3 pp con respecto a los APRs de 2018. Con una ratio *pay-out* en el entorno del 50 % del beneficio neto para el conjunto del sector, la generación orgánica de capital no parece ser la suficiente para que las entidades pudieran dar una respuesta rápida a un aumento de la demanda de crédito, o hacer frente a la necesidad de absorción de pérdidas en caso de la materialización de alguno de los riesgos señalados en este IEF, sin una erosión adicional significativa de su ratio de CET1.

Los instrumentos de capital y las reservas constituyen los principales componentes del CET1, y representan conjuntamente más del 90 % de sus elementos computables. En los últimos años, los dividendos han supuesto un porcentaje entre el 0,2 % y el 0,6 % de los activos ponderados por riesgo.

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



B DIVIDENDOS COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO DE 2018



FUENTE: Banco de España.

En términos comparativos de ratio de CET1, las entidades españolas se situaban en diciembre de 2018 en último lugar entre los principales países europeos, mientras que en términos de la ratio de apalancamiento su posición es más favorable. En el gráfico 2.20 se presenta la comparativa europea de dos medidas de solvencia, la ratio de CET1 (panel A) y la ratio de apalancamiento (panel B), con los datos publicados por la Autoridad Bancaria Europea<sup>14</sup> a diciembre de 2018. En cuanto a la ratio de capital de máxima calidad, España se sitúa en el último lugar dentro del contexto europeo. Por su parte, la ratio de apalancamiento de las entidades españolas se situó en el 5,4 %, superior a la media europea (5,3 %) y a la ratio de los principales países europeos.

### 2.1.3 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA SOLVENCIA A LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS

El Banco de España realiza de forma periódica desde 2013 pruebas de resistencia sobre el sistema financiero español mediante el marco de análisis denominado FLESB, acrónimo de *Forward Looking Exercise on Spanish Banks*. Los resultados del último ejercicio FLESB para el horizonte 2018-2020, en el que se aplicaron escenarios macroeconómicos coincidentes con los diseñados para el ejercicio europeo de pruebas de resistencia de 2018 coordinado por la ABE<sup>15</sup>, fueron publicados en el IEF de noviembre 2018. Partiendo de este ejercicio, se plantea un análisis de sensibilidad con el objetivo de estudiar el impacto que tendría sobre la solvencia del sector bancario español la perturbación de determinadas variables macroeconómicas con respecto a los valores del escenario base. Las perturbaciones consideradas se ajustan a valores extremos adversos en las series individuales de las variables macroeconómicas.

#### Escenarios de sensibilidad

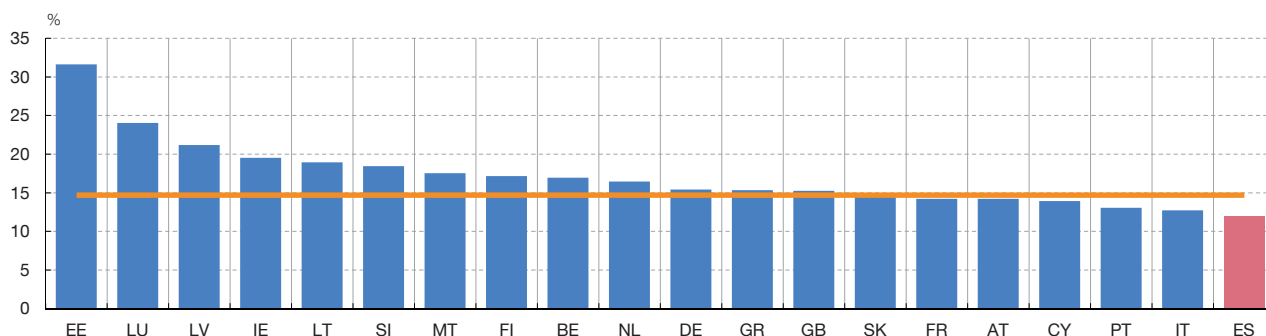
El escenario base de los ejercicios FLESB y de la ABE recogía la evolución más probable del entorno económico para España a lo largo de los tres años del ejercicio, de 2018 a 2020, de acuerdo con las predicciones disponibles a principios de 2018. Sobre este escenario, se han aplicado perturbaciones a distintas variables macroeconómicas que, o bien están relacionadas con los riesgos macrofinancieros identificados en este IEF, o bien se han identificado como relevantes para la evaluación

<sup>14</sup> Véase <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

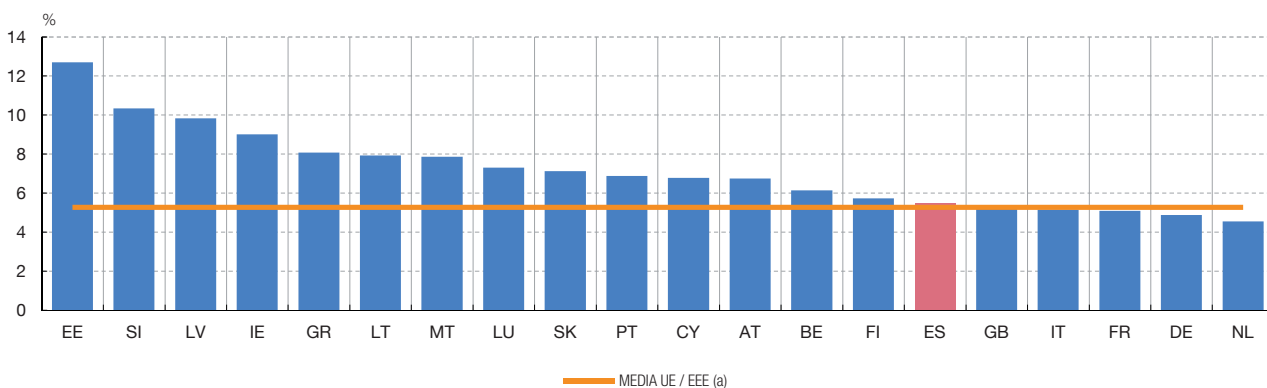
<sup>15</sup> Los escenarios para el ejercicio de la ABE son de acceso público y están disponibles en el siguiente enlace: <https://eba.europa.eu/documents/10180/2106649/Adverse+macroeconomic+scenario+for+the+EBA+2018+Stress+Test.pdf>

En términos de la ratio de CET1, las entidades españolas se sitúan en último lugar entre los principales países europeos, mientras que en términos de la ratio de apalancamiento su posición es más favorable y su ratio supera la media europea.

A RATIO CET 1



B RATIO DE APALANCAMIENTO



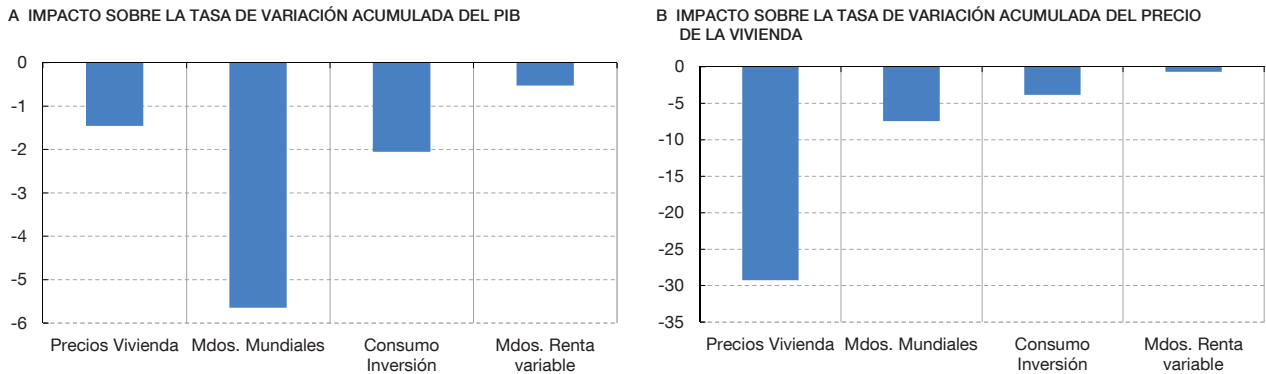
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea (ABE).

a Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

de la solvencia en ejercicios FLESB previos. Se realiza este análisis de sensibilidad con el objetivo de estudiar el impacto que cada una de estas variables podría tener sobre la solvencia bancaria en caso de realizarse un *shock* adverso extremo sobre ella de acuerdo con su distribución histórica. La medición de un mayor impacto no implica necesariamente una mayor probabilidad de materialización del *shock*. En particular, se han estudiado cuatro conjuntos de perturbaciones: (i) menor dinamismo global con impacto en el comercio internacional; (ii) aumento de la incertidumbre en España con ajustes a la baja del consumo de los hogares y de la inversión de las empresas, (iii) ajustes a la baja en los precios en los mercados de renta variable, y (iv) en los precios de la vivienda. Para cada una de estas cuatro perturbaciones se aplican *shocks* a las variables relevantes<sup>16</sup> que se corresponden con episodios históricos de *stress* alto y muy alto (los percentiles 5 y 1 respectivamente de sus distribuciones) y se calcula la respuesta endógena del resto de variables macroeconómicas españolas basada en los modelos macroeconómicos del Banco de España. De esta forma, se obtiene un

<sup>16</sup> En concreto, en los escenarios de perturbación de los mercados mundiales, se introduce un *shock* sobre el comercio mundial que afecta a las exportaciones españolas, provocando un impacto directo en el PIB e indirecto a través de la respuesta endógena del modelo. Los escenarios de actividad aplican *shocks* simultáneos sobre consumo e inversión, mientras que en los escenarios con perturbaciones sobre bolsa y mercado inmobiliario, los *shocks* se aplican sobre los crecimientos de los precios.

El *shock* sobre los mercados mundiales, con impacto sobre las exportaciones españolas, es el que tiene un efecto máximo sobre la evolución del PIB, seguido del *shock* sobre el consumo e inversión nacional. El escenario con un *shock* directo sobre el crecimiento del precio de la vivienda tiene un impacto sobre esta variable significativamente mayor que los impactos indirectos asociados al resto de escenarios.



FUENTE: Banco de España.

a Tanto para el crecimiento acumulado PIB como del precio de la vivienda, se presenta el impacto de los escenarios de sensibilidad sobre el nivel alcanzado en el escenario base dentro del horizonte del ejercicio (2018-2020). Por ejemplo, el impacto de -1,45 pp asociado al *shock* del precio de la vivienda en el panel A indica que el crecimiento acumulado del PIB para 2018-2020 en ese escenario es 1,45 pp inferior al del escenario base. El escenario base es coincidente con el diseñado para el test de estrés que coordina a nivel europeo la ABE y en los escenarios de sensibilidad se incluyen únicamente los asociados al percentil 1 de la distribución de los cuatro conjuntos de perturbaciones bajo estudio.

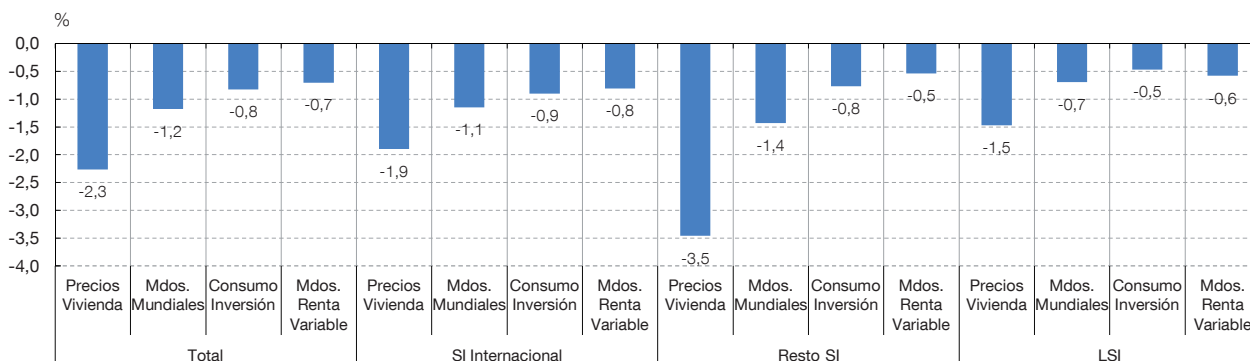
escenario macro completo y consistente con la perturbación introducida. Al considerar cuatro conjuntos de perturbaciones y dos niveles de severidad, se obtienen ocho escenarios de simulación diferentes.

**El efecto de estas perturbaciones sobre el PIB y los precios de la vivienda en España es significativo.** En el gráfico 2.21 aparece el impacto acumulado en los tres años del ejercicio de la variación del PIB y de los precios de la vivienda de los escenarios simulados respecto del escenario base. Se muestran sólo los episodios de estrés más altos de cada una de las variables (percentil 1). En el escenario base, el PIB crece de forma sostenida a una tasa superior al 2 % anual y llega a alcanzar un crecimiento acumulado de hasta 6,7 %. El gráfico 2.21.A muestra que el impacto sobre el crecimiento acumulado del PIB durante los tres años del ejercicio oscila desde 0,5 pp en el escenario de *shock* sobre los precios de renta variable, hasta 5,7 pp en el escenario de *shock* al comercio internacional. El precio de la vivienda mantiene crecimientos en torno al 5% anual en el escenario base, con un crecimiento acumulado del 15,5 %. El impacto sobre este crecimiento acumulado oscila entre sólo 0,7 pp en el escenario de *shock* sobre la renta variable y 29,3 pp en el escenario en que se aplica directamente un *shock* exógeno a la senda de precios de la vivienda (gráfico 2.21.B).

**Para la realización de este análisis se ha seguido la metodología del marco FLESB, para trasladar los cambios en el escenario macroeconómico nacional a los resultados de los negocios en España y al nivel de solvencia de los grupos bancarios.** Para estimar los resultados sobre la solvencia, se utilizan como punto de partida los datos de 57 entidades correspondientes a diciembre 2017 (12 entidades bajo la supervisión directa del MUS y 45 entidades menos significativas)<sup>17</sup>. En el gráfico 2.22, se presentan los resultados obtenidos,

17 Las entidades con actividad internacional podrían ver deteriorado su capital también por el impacto de un cambio de escenario macroeconómico sobre la actividad de sus filiales. Basándonos en los resultados del ejercicio FLESB de noviembre de 2018, el impacto atribuible a la actividad de las filiales sobre la ratio de CET1 en un escenario adverso completo sería de 0,8 pp en términos agregados. Esta medida se puede emplear como una cota máxima ya que el conjunto de *shocks* en los escenarios de sensibilidad es más limitado que en el escenario adverso completo. Este posible deterioro adicional es más relevante para los escenarios con deterioro de los mercados mundiales, con más probabilidad de ramificación internacional.

La ratio media de CET1 muestra una sensibilidad máxima a la introducción de un *shock* extremo adverso sobre los precios de la vivienda, tanto para el total como para cada uno de los subgrupos relevantes. Los *shocks* sobre la actividad, y especialmente el asociado al deterioro de los mercados mundiales, también tienen un impacto significativo sobre la solvencia. El grupo de entidades más sensible al deterioro de las condiciones macroeconómicas es el de entidades significativas sin actividad internacional relevante.



FUENTE: Banco de España.

a Los resultados se presentan en términos de diferencia de la ratio de capital CET1 (FL) al final del horizonte de análisis en cada uno de los escenarios adversos respecto al nivel que se alcanza en el escenario base (coincidente con el diseñado para el test de estrés que coordina a nivel europeo la ABE). Se incluyen únicamente los escenarios asociados al percentil 1 de la distribución de estos cuatro conjuntos de perturbaciones. Los resultados se muestran tanto para el total como para cada uno de los tipos de entidades: SI Internacional (Entidades significativas bajo supervisión del MUS con actividad internacional significativa), Resto SI (Resto de entidades significativas bajo supervisión del MUS) y LSI (Entidades menos significativas bajo supervisión nacional directa).

por tipos de entidades, en términos de la diferencia entre la ratio media de capital CET1 *Fully Loaded* al final del horizonte para el escenario base y cada uno de los escenarios adversos. Como se puede observar, el escenario asociado a un mayor impacto sobre la ratio de CET1 es el que se corresponde con el *shock* extremo sobre el precio de la vivienda. Esto se debe en buena medida a la pérdida de valor que experimentan las garantías inmobiliarias, que implican un mayor incremento de la pérdida en caso de incumplimiento, así como una mayor pérdida asociada a la liquidación de bienes adjudicados, que son mucho menores en el caso de los escenarios de mayor impacto en actividad.

**La ratio media de CET1 al final del horizonte de análisis para el total de entidades sería 2,3 pp inferior en el escenario adverso de mayor impacto (*shock* extremo sobre precio de la vivienda) con respecto al escenario base.** En este escenario con mayor impacto (percentil 1), la ratio CET1 registraría una disminución agregada con respecto al escenario base de 1,9 pp en el caso de SI con presencia internacional significativa, de 3,5 pp en el resto de SI y de 1,5 pp en el caso de las LSI. La diferencia de impacto entre SI y LSI viene dada por las distintas carteras y características de negocio de ambos tipos de entidades. A su vez, se observa una mayor resistencia de las SI con presencia internacional ya que los beneficios obtenidos en filiales extranjeras absorben parte de las pérdidas generadas por el deterioro introducido en el análisis sobre la actividad económica nacional. El menor impacto se corresponde al escenario de *shock* sobre los precios de la renta variable<sup>18</sup>, debido a su moderado efecto sobre las pérdidas de las carteras de crédito y de inmuebles adjudicados.

**El análisis muestra un impacto significativo del deterioro hipotético de la economía española sobre la evolución de la solvencia de las entidades, si bien el sistema presenta**

18 El escenario de *shock* sobre la renta variable comparte con el resto de escenarios adversos un ajuste prudente, en relación a distribuciones históricas, de diferentes partidas del margen bruto, e. g. resultado de las operaciones financieras, que explican una buena fracción del impacto de este escenario, que tiene sólo un efecto muy moderado sobre las variables macroeconómicas y las pérdidas de crédito.

**un grado de solvencia agregado adecuado en todos los escenarios considerados.** Como se ha mencionado, es necesario tener en cuenta que cada uno de los escenarios de sensibilidad representa la materialización individual de cada uno de los riesgos, pero que algunos de ellos están interrelacionados entre sí y, por tanto, pueden materializarse de forma conjunta. Esto llevaría a que el impacto sobre la solvencia de las entidades fuera mayor como ocurría, por ejemplo, en el ejercicio FLESB publicado en el IEF de noviembre de 2018, que utilizaba un escenario macro completo<sup>19</sup>. Adicionalmente, los escenarios adversos más críticos evaluados en el presente ejercicio se concentran en *shocks* sobre la actividad económica nacional y los precios de la vivienda, que son sólo parte del conjunto más amplio de riesgos macrofinancieros relevantes para el sistema financiero español analizados en el capítulo 1.

**La correcta interpretación de los resultados requiere tener en cuenta que la sensibilidad a los factores macroeconómicos del sistema financiero puede cambiar en el tiempo, y la relevancia de cada factor debe ser evaluada en el marco de identificación de riesgos del conjunto de este IEF.** La evolución de los balances bancarios, con desarrollos como la reducción de las exposiciones inmobiliarias o la variación de las posiciones internacionales a lo largo de 2018, implica que las sensibilidades a los factores macroeconómicos puedan variar en el tiempo, requiriendo un seguimiento continuado de estos efectos. La identificación de riesgos en la introducción y en el capítulo 1 de este IEF señalan como más relevantes los factores de riesgo sobre la actividad, en particular por deterioro del comercio mundial, por encima de los factores de riesgo sobre los precios de la vivienda, para los que no hay evidencia de sobrevaloración en la actualidad.

## 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

**En la mayoría de las economías desarrolladas, el sistema financiero está formado por una red compleja de entidades con distintas estructuras societarias y regímenes regulatorios que, en algunos casos, realizan actividades similares.** En el desarrollo de sus principales cometidos, las entidades del sistema financiero establecen relaciones entre sí, pero también con empresas no financieras, hogares o administraciones públicas. Dentro del sistema financiero, las entidades bancarias tienden a ocupar un rol central pero otros agentes también llevan a cabo actividades clave y, en algunos casos, ofrecen financiación al resto de agentes económicos, de manera similar a los bancos.

### 2.2.1 ESTRUCTURA DEL SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO

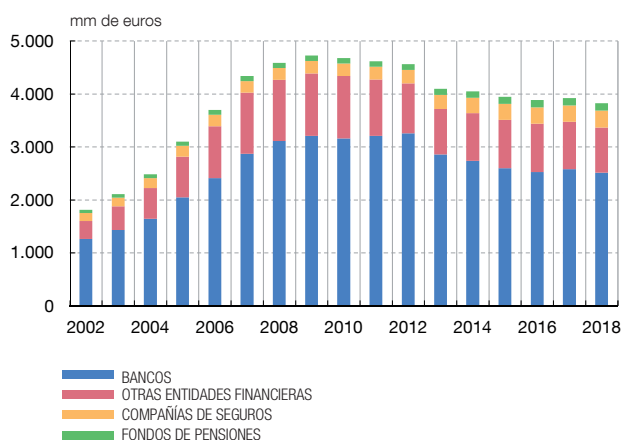
**La financiación ofrecida por entidades no bancarias es una alternativa a la bancaria que promueve la competencia e incrementa las fuentes de recursos financieros, pero que puede también entrañar ciertos riesgos.** La existencia de fuentes de financiación alternativas permite a los agentes económicos una mayor flexibilidad a la hora de obtener recursos para la inversión o el consumo y puede contribuir a una mayor diversificación de los riesgos asumidos por el sistema financiero. Sin embargo, el aumento a nivel global del tamaño del sector no bancario en los últimos años y de su implicación en actividades propias del sector bancario (transformación de liquidez o vencimiento, transferencia del riesgo de crédito o creación de apalancamiento), puede también convertirse en una fuente de riesgo, directamente o como fruto de sus interconexiones con el sector bancario.

**En los últimos años las interconexiones dentro del sistema financiero han ganado protagonismo en las agendas de organismos reguladores y supervisores nacionales e internacionales.** Esto se debe a su relevancia en la última crisis financiera, donde se

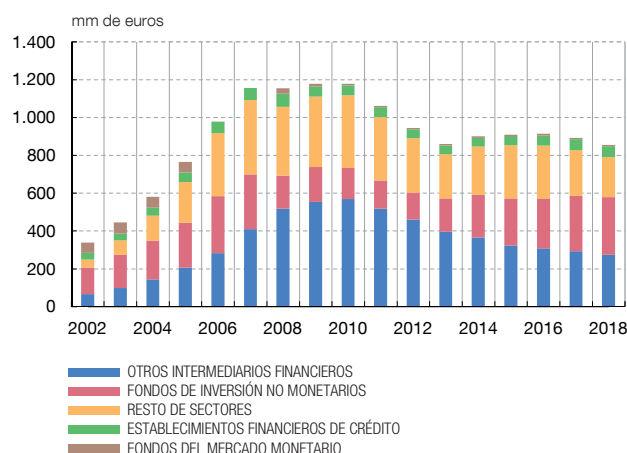
<sup>19</sup> En el escenario macro completo se introducen *shocks* no sólo sobre variables individuales, sino sobre un conjunto amplio de variables, produciendo sendas finales de PIB más adversas que las consideradas en este ejercicio. Esto no implica que en el escenario completo se introduzcan *shocks* calibrados al percentil 1 de la distribución individual de cada variable, que producirían un efecto combinado poco plausible dada la experiencia histórica.

El sistema financiero español continúa estando fuertemente bancarizado, a pesar de la reducción de los activos bancarios en los años posteriores a la crisis. Las entidades que más han aumentado su volumen en los últimos años son los fondos de inversión no monetarios.

A EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR FINANCIERO BANCARIO Y NO BANCARIO



B EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS (mm de euros)



FUENTE: Banco de España.

hizo patente que en momentos de estrés, dichas interconexiones pueden hacer que *shocks* que, en un primer momento, parecen específicos a una entidad o a un sector se transmitan también a otros sectores. El foco de los análisis llevados a cabo en los últimos años se ha centrado en el estudio de entidades financieras no bancarias, que extienden financiación a sectores tanto financieros como no financieros de la economía.

**La información de las Cuentas Financieras Nacionales permite medir el volumen de activos financieros de los distintos segmentos, bancarios y no bancarios, del sistema financiero.** Utilizando los datos de las Cuentas Financieras (no consolidadas y de entidades domiciliadas en España) se puede identificar un amplio abanico de agentes que componen el sector financiero y que, por la naturaleza de sus actividades pueden ser más o menos centrales en el funcionamiento del sistema. A efectos del análisis presentado en esta sección, se agrupa el sistema financiero en cuatro categorías i) entidades de depósito (o bancos), ii) otras entidades financieras (establecimientos financieros de crédito, fondos de inversión, otros intermediarios financieros y resto de sectores<sup>20</sup>), iii) compañías de seguros, y iv) fondos de pensiones.

**El sector bancario continúa siendo el componente principal del sistema financiero, a pesar de la disminución de su activo financiero tras la última crisis.** El gráfico 2.23.A muestra que, a pesar de la reducción de sus activos financieros desde 2012, los bancos siguen siendo el sector de mayor tamaño del sistema financiero con un volumen de aproximadamente 2.500 mm€<sup>21</sup>. El sector bancario representa actualmente alrededor del 66 % del total del sistema (después de alcanzar el 71 % en 2012), las compañías de seguros un 8 %, los fondos de pensiones un 4 % y otras entidades financieras un 22 % de forma combinada. Todos los segmentos aumentaron su tamaño en el periodo anterior a la crisis, especialmente los bancos y el resto de entidades financieras. A partir del año 2009,

20 La categoría de resto se compone de auxiliares financieros (tales como agencias de valores, sociedades de tasación, sociedades de garantía recíproca, sociedades de liquidación y compensación o sedes centrales de grupos financieros) e instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero (como pueden ser los tenedores de acciones o sociedades emisoras de participaciones preferentes).

21 El activo financiero incluye de forma general el dinero en efectivo y los distintos instrumentos financieros mantenidos en el activo del balance, excluyendo el inmovilizado material. La definición completa aparece reflejada en la norma NIC 32, párrafo 11 y en la Circular 4/2017 de Banco de España, Norma 19, párrafo 4.



sólo las compañías de seguros y fondos de pensiones aumentan su tamaño, mientras que el sector bancario y otras entidades financieras comienzan a disminuir. El peso de los tres sectores no bancarios en el sistema financiero aumentó en los últimos años debido a la disminución del sector bancario (entre 2012 y 2018 aumentó 1 pp aproximadamente en el caso de las otras entidades financieras y 2 pp en el caso de las compañías de seguros y fondos de pensiones).

**Dentro del sector otras entidades financieras, el resto de intermediarios financieros lideró la expansión de este segmento previa a la crisis para disminuir después significativamente su volumen de activos financieros, con fondos de inversión no monetarios y establecimientos financieros de crédito (EFCs) creciendo en importancia relativa desde 2012.** En base a las clasificaciones de las Cuentas Financieras se presenta en el gráfico 2.23.B la evolución de los activos financieros de: i) EFCs, ii) fondos del mercado monetario, iii) fondos de inversión no monetarios, iv) otros intermediarios financieros<sup>22</sup>, y v) resto de entidades. Los otros intermediarios financieros aumentaron su tamaño considerablemente en el periodo 2002-2012 para disminuir posteriormente hasta situarse en 2018 cerca de su tamaño en el año 2005. Los fondos de inversión no monetarios son, junto a los EFCs (que crecieron un 21 %), las únicas entidades que aumentan su tamaño en los últimos años. Entre 2012 y 2018 estas entidades crecieron un 114 % aunque representan un porcentaje reducido del total del sistema financiero (8 % en el año 2018).

## 2.2.2 INTERCONEXIONES Y POTENCIAL CONTAGIO ENTRE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

**Las interconexiones dentro del sistema financiero pueden ayudar a la absorción de riesgos, pero también pueden actuar como canales de contagio, y se hace necesaria una cuantificación de los mismos.** Las relaciones entre las entidades financieras pueden ser directas (por ejemplo, a través de préstamos concedidos o tenencias que algunas entidades poseen de instrumentos emitidos por otras entidades) o indirectas (a través de inversiones en activos o sectores no financieros similares). Además, algunas compañías de seguros, fondos de pensiones u otras entidades financieras pueden formar parte de grupos bancarios, lo que crea canales adicionales de transmisión de turbulencias de un sector a otro, debido a la posibilidad de que el grupo acuda al rescate de sus integrantes con problemas. Se han analizado los vínculos entre los distintos segmentos del sistema financiero doméstico empleando un subgrupo de las otras entidades financieras en línea con los datos de interconexiones recogidos en el ejercicio del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), denominada otras instituciones financieras (OIF)<sup>23</sup>.

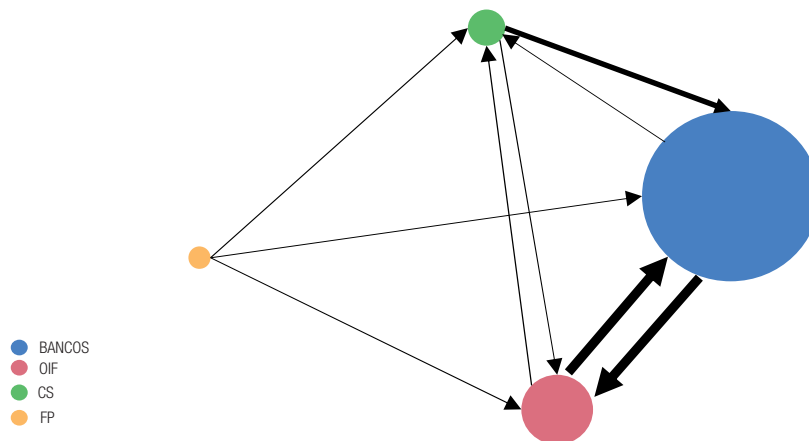
**Las interconexiones más importantes se producen entre el sector bancario y los OIF.** El gráfico 2.24 evidencia el papel central dentro del total del sistema financiero que juega el sector bancario en España. A su vez, se puede observar que el segmento más conectado con las entidades bancarias es el de OIFs, contribuyendo a ello tanto posiciones por el lado del activo como del pasivo. Ninguno de los sectores mantiene exposiciones directas a los fondos de pensiones debido a que estas entidades no emiten instrumentos de pasivo que los otros sectores puedan adquirir, sino que se financian con aportaciones de sus partícipes.

<sup>22</sup> La categoría de otros intermediarios financieros incluye a sociedades de valores, fondos de titulización de activos, sociedades de capital riesgo, fondos de activos bancarios, entidades de contrapartida central y sociedades de gestión de activos (incluida la Sareb), además de otras entidades.

<sup>23</sup> Las interconexiones analizadas en el ejercicio del FSB se centran en las relaciones directas entre sectores y se miden como el volumen de activos y pasivos que cada tipo de entidad mantiene frente a otro tipo de entidad. Todos los datos de interconexiones directas se basan en la información disponible en las Cuentas Financieras. El sector denominado Otras Instituciones Financieras (OIF) no debe confundirse con el sector Otros intermediarios financieros de las Cuentas Financieras, que representa solo una parte del primero. Esta subgrupo comprende a los fondos de inversión (monetarios y no monetarios), los establecimientos financieros de crédito y la categoría Otros intermediarios financieros, según su composición en las Cuentas Financieras (detallada en la sección anterior).



El sector bancario juega un papel central y está principalmente conectado con las otras instituciones financieras.



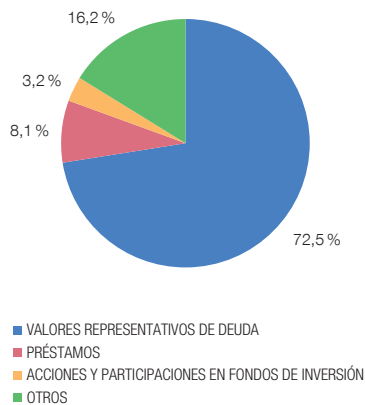
FUENTE: Banco de España.

a El gráfico muestra las interconexiones mantenidas entre los distintos sectores del sistema financiero, siendo el tamaño de los círculos proporcional al tamaño del sector y el grosor de las flechas proporcional a la magnitud de las interconexiones (el volumen de exposiciones directas que cada sector mantiene frente a los otros). Los acrónimos OIF, CS y FP se refieren a Otras Instituciones Financieras, Compañías de Seguros y Fondos de Pensiones.

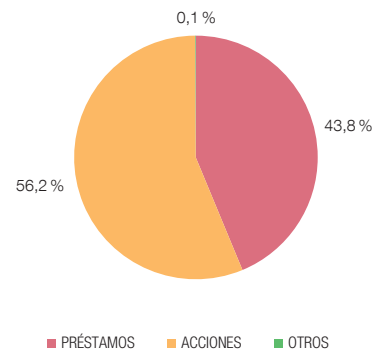
EXPOSICIONES DE BANCOS A OTROS SECTORES  
Septiembre de 2018

Las exposiciones de los bancos a las OIF son principalmente valores representativos de deuda mientras que sus exposiciones a compañías de seguros se reparten entre acciones y préstamos.

A EXPOSICIONES DE BANCOS A OIF



B EXPOSICIONES DE BANCOS A COMPAÑÍAS DE SEGUROS

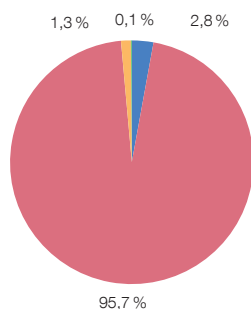


FUENTE: Banco de España.

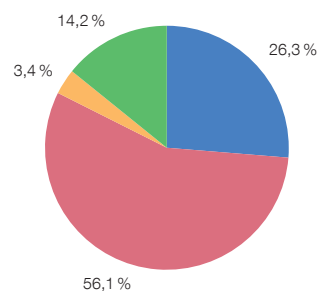
Las exposiciones de los bancos a través de su activo hacia OIFs y compañías de seguros se concentran respectivamente en valores de renta fija y tenencias de acciones, mientras que las conexiones a través de su pasivo ocurren mayoritariamente a través de depósitos para todo tipo de entidades financieras no bancarias. En el gráfico 2.25, se muestra cómo la mayor parte de las exposiciones de los bancos a las OIF están constituidas por valores representativos de deuda (72%), seguidos por préstamos (8%) y acciones y participaciones en fondos de inversión (3%). Los otros instrumentos (la diferencia entre el total y las tres categorías mencionadas anteriormente) representan un 16% del total. Las

Los depósitos mantenidos por el resto de sectores en los bancos son la forma principal de posiciones de pasivo de los bancos frente al sector financiero no bancario. Las exposiciones y pasivos de los OIF con los bancos representan cerca de un 15 % de su activo.

A PASIVOS DE BANCOS FRENTE A OIF (a)

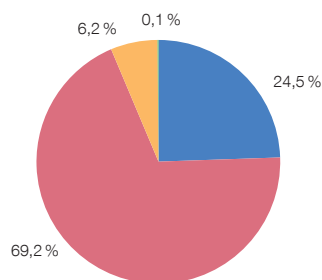


B PASIVOS DE BANCOS FRENTE A COMPAÑÍAS DE SEGUROS (a)



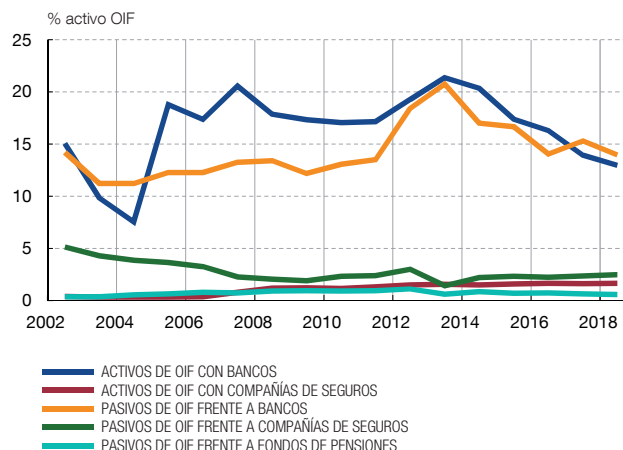
■ VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA ■ DEPÓSITOS ■ ACCIONES ■ OTROS

C PASIVOS DE BANCOS FRENTE A LOS FONDOS DE PENSIONES (a)



■ VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA  
■ DEPÓSITOS  
■ ACCIONES  
■ OTROS

D INTERCONEXIONES DE OIF CON BANCOS, COMPAÑÍAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES



FUENTE: Banco de España.

a Los datos se refieren a septiembre de 2018.

exposiciones a compañías de seguros se concentran en acciones (56 %) y préstamos (44 %). Por el lado del pasivo, los paneles A-C del gráfico 2.26 muestran cómo los depósitos que los otros sectores mantienen con los bancos representan la mayor parte del total de exposición (del 56,1 % para compañías de seguros hasta el 95,7 % para OIF) y, en el caso de los pasivos con compañías de seguros y fondos de pensiones, los valores representativos de deuda tienen también un peso destacado de aproximadamente el 25 %.

**Las conexiones que mantienen las OIF con bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones son menores en volumen que las conexiones que mantienen los bancos, pero representan un porcentaje más elevado en el total activo de las OIF.** En el gráfico 2.26.D, se puede observar que tanto las exposiciones de su activo como de pasivo de este sector con los bancos representan cerca de un 15 % de su activo en 2018. Sin embargo, las conexiones con los otros sectores tienen un peso más reducido, por debajo del 2,5 % de su activo. En cuanto a su evolución en el tiempo, se puede apreciar que las exposiciones de las OIF a los bancos llegaron a un nivel máximo de más de un 21 % del total de su activo en 2013, momento a partir del cual comenzaron a descender hasta 2018.

**En definitiva, los bancos son las entidades más relevantes en términos de tamaño dentro del sistema financiero español y las interconexiones entre el sector bancario y el resto de los sectores financieros son relativamente reducidas, sobre todo cuando se miden en términos del tamaño del sector bancario.** Sin embargo, para tener una imagen completa de las interconexiones del sector bancario con los sectores financieros no bancarios, será necesario analizar también la actividad de los agentes domiciliados en el extranjero que realizan operaciones transfronterizas con el sector doméstico. Además, aunque la exposición de los bancos a otros sectores parece acotada, es necesario realizar un seguimiento periódico de la evolución de estos vínculos y complementarlo con un análisis de las interconexiones indirectas y de las vulnerabilidades que las mismas pueden generar para la estabilidad financiera, análisis del que se informará periódicamente en esta sección. Por último, será importante profundizar en el análisis del comportamiento de los distintos componentes del sistema financiero ante posibles *shocks*, para identificar posibles canales de transmisión de riesgos que requieran atención especial.

### 2.3 Evolución de los riesgos operacionales

**Los costes asociados al riesgo operacional han aumentado significativamente en los últimos años.** El riesgo operacional se define por el Comité de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés) como aquél que puede provocar pérdidas en las entidades como consecuencia de la inadecuación o fallos de los procesos, el personal y los sistemas internos o bien a causa de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal, pero excluye el riesgo estratégico y el de reputación. El aumento de estos costes ha sido generalizado por jurisdicciones y se relaciona tanto con el incremento de litigios, sentencias judiciales desfavorables y sanciones a las entidades de depósito tras la crisis financiera (riesgo legal), como por el cambio tecnológico que se está produciendo en el sector (riesgo tecnológico), con necesidades específicas asociadas a la renovación de infraestructuras y digitalización.

#### 2.3.1 RIESGOS Y COSTES LEGALES

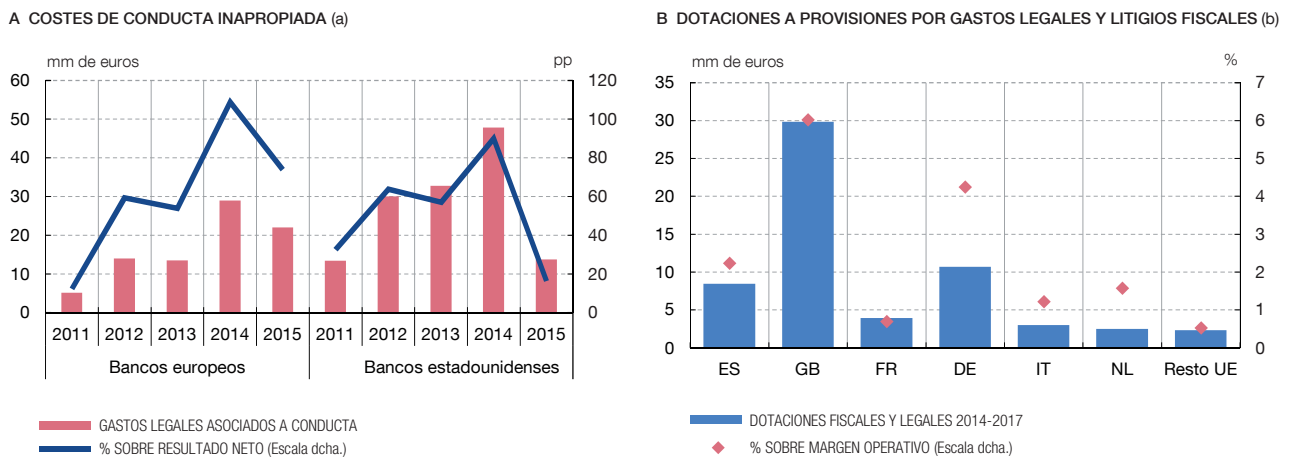
**Los costes legales vinculados a conductas bancarias inapropiadas han aumentado significativamente desde el inicio de la crisis financiera tanto para entidades europeas como estadounidenses.** El gráfico 2.27.A muestra el volumen estimado de costes asociados a los riesgos de conducta en el periodo 2011-2015 para los principales grupos bancarios internacionales europeos y estadounidenses. Como se puede apreciar, éstos han sido mayores en EE.UU. que en Europa, pero abultados en ambos casos, representando en ambos grupos de entidades un porcentaje significativo sobre el beneficio neto. Estos desarrollos también han sido puestos de manifiesto por la JERS, que ha identificado una tendencia creciente de 2009 a 2015 en los costes de conducta a nivel global y europeo<sup>24</sup>. La información disponible para el periodo 2016-2018 muestra que los costes asociados a conductas inapropiadas continúan siendo un componente significativo de los costes operacionales<sup>25</sup>, detectándose en Europa en 2018 varios casos relevantes asociados con el blanqueo de capitales<sup>26</sup>.

24 Informe de la JERS "Report on misconduct Risk in the banking sector 2015" disponible en [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625\\_report\\_misconduct\\_risk.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_report_misconduct_risk.en.pdf)

25 La comparación de estimaciones de costes de conducta de la CCP Research Foundation para grandes grupos bancarios internacionales en los periodos 2012-2016 y 2011-2015 implica unos costes en 2016 comparables a 2015 y por debajo de los máximos de 2014. Las respuestas de bancos europeos a la encuesta de riesgos recogidas en los informes *Risk Assessment of the European Banking System* (RAEBS) de la ABE muestran que una fracción relevante de bancos europeos mantiene expectativas de crecimiento de costes legales en 2016-2017. Véase por ejemplo sección 6.2 del informe de la ABE en [https://eba.europa.eu/documents/10180/2518651/Risk\\_Assessment\\_Report\\_December\\_2018.pdf](https://eba.europa.eu/documents/10180/2518651/Risk_Assessment_Report_December_2018.pdf).

26 En el informe RAEBS de 2018 de la ABE se señalan 5 casos significativos en 2017-2018 asociados a blanqueo de capitales y leyes anticorrupción que afectan a entidades en el centro y norte de Europa por un importe conjunto 3,5 mm de euros en gastos e incrementos de requisitos de capital.

Los costes asociados a conductas inapropiadas de los grandes grupos bancarios estadounidenses y europeos han sido abultados en períodos recientes. Adicionalmente, se observa en el período 2014-2017 un volumen notable de dotaciones a provisiones por gastos legales y litigios fiscales para las entidades bancarias europeas, con heterogeneidad entre países.



FUENTES: CCP Research Foundation, SNL Financial y Autoridad Bancaria Europea (ABE).

- a El panel combina datos sobre gastos asociados a conducta estimados por CCP Research Foundation para grandes grupos bancarios europeos (Lloyds, Barclays, RBS, Deutsche Bank, HSBC, BNP Paribas, Santander, Commerzbank, Societe Generale, Standard Chartered, ING) y estadounidenses (Bank of America, JP Morgan, Morgan Stanley, Citigroup, Wells Fargo, Goldman Sachs) con los datos de beneficio neto obtenidos de SNL Financial.
- b Datos anuales para el período 2014-2017 a partir de la información de los ejercicios de transparencia de la ABE. Los datos de cada país se corresponden a un conjunto de entidades significativas, que puede variar cada año.

**La información del ejercicio de transparencia de la ABE muestra que las dotaciones a gastos legales y litigios fiscales consumen una porción relevante del margen operativo de las entidades europeas, con heterogeneidad entre países.** El uso de los datos de la ABE<sup>27</sup> permite ampliar la muestra de entidades y países europeos considerados más allá de los principales grupos bancarios. Esta medida de los costes es distinta a la presentada en el párrafo anterior, al incluir los costes legales para los que se ha dotado una provisión. Estas dotaciones reflejan la anticipación temporal de gastos por las entidades, lo que puede generar diferencias con los gastos finalmente realizados. Para el periodo 2014-2017, las dotaciones por gastos legales representaron de media el 2,4 % del margen operativo, pero este porcentaje oscila entre el 6 % de Reino Unido y el 0,6 % de Francia (gráfico 2.27.B).

**El análisis prospectivo en la prueba de resistencia de la ABE de 2018 recoge el riesgo operacional como un factor de riesgo relevante, con los costes asociados a conductas inapropiadas representando más de la mitad del impacto de estos riesgos en el escenario adverso.** La simple observación en periodos recientes de gastos legales elevados para el sector bancario europeo no permite predecir necesariamente que estos vayan a seguir siendo elevados en el futuro, siendo preciso realizar ejercicios prospectivos para recoger predicciones razonables y calibrar escenarios adversos plausibles. El enfoque de la ABE en su prueba de resistencia de 2018 combina las propias proyecciones internas de las entidades bancarias con suelos conservadores basados en la experiencia histórica. El resultado agregado muestra un impacto de los riesgos operacionales de 82 mm de euros (descenso de 100 pb de la ratio de CET1) para

<sup>27</sup> Los datos del ejercicio de transparencia de la ABE están disponibles en: <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2018/results>

el escenario adverso del periodo 2018-2020. De esta cantidad, 54 mm de euros se asocian a riesgo de conducta en el escenario adverso (65 % del impacto total de riesgos operacionales)<sup>28</sup>. Los resultados a nivel de entidad individual de este ejercicio muestran también una importante heterogeneidad.

**En su revisión del riesgo operacional, el BCBS ha cambiado la fórmula de cálculo de los requisitos de capital derivados de este riesgo.** En concreto, se ha eliminado la posibilidad de utilizar modelos internos y se ha adoptado un modelo estandarizado donde se puede tener en cuenta la experiencia de pérdidas por este riesgo de cada entidad en proporción a su volumen de negocio. En general, cuanto mayores sean las pérdidas por riesgo operacional de cada entidad en un periodo relativamente dilatado de años, mayores serán los requerimientos de capital.

**En el caso particular del sector bancario español, existen elementos que indican que el coste operacional asociado a riesgos legales es un factor de riesgo relevante.** Las entidades españolas afrontan un potencial incremento de demandas judiciales por litigios pendientes de resolución, como por ejemplo, el vinculado al uso del índice IRPH en préstamos hipotecarios. De hecho, distintos litigios sobre la adecuación a derecho del uso como tipo de referencia del índice IRPH para la fijación del tipo de interés variable en préstamos hipotecarios han conducido al planteamiento de una cuestión prejudicial ante el TJUE. La respuesta del TJUE se espera para la segunda mitad de 2019 y el sentido de ésta puede dar lugar a un aumento de las demandas sobre esta cuestión, así como afectar al coste legal esperado de éstas para las entidades. El impacto potencial en las entidades españolas sería bastante heterogéneo, dado el distinto uso que han hecho de esta figura contractual. La experiencia en litigios previos, en particular aquellos sobre las cláusulas suelo de las hipotecas, indica que estos procesos legales pueden tener asociados una complejidad y extensión temporal significativos, así como un impacto material sobre el beneficio de las entidades. En concreto, las devoluciones de fondos a clientes a raíz del litigio de las cláusulas suelo se estiman en más de 2.200 millones de euros hasta enero de 2019, teniendo su mayor impacto en los resultados de las entidades a través de una dotación en provisiones de 1.900 millones en 2016<sup>29</sup>.

### 2.3.2 VULNERABILIDADES Y RIESGOS DE LAS INFRAESTRUCTURAS

**La operativa de las entidades financieras se apoya en una red de infraestructuras, cuya configuración tiene efectos económicos materiales sobre las entidades que operan a través de ellas, afectando por ejemplo a los riesgos operativos y a la disponibilidad de información.** Las principales infraestructuras son los sistemas de pagos, los sistemas de liquidación y las CCP. Como consecuencia de los cambios regulatorios posteriores a la crisis de 2008, la mayor parte del volumen de transacciones sobre derivados, así como transacciones de instrumentos de capital, se han trasladado de mercados OTC a las CCP, una operativa que se analiza en detalle en el Recuadro 2.2.

28 Los resultados agregados sobre riesgo operacional se recogen en la sección 4.1.4 del informe de la ABE sobre la prueba de resistencia de 2018 en: <https://eba.europa.eu/documents/10180/2419200/2018-EU-wide-stress-test-Results.pdf>

29 El proceso de litigios asociado a las cláusulas suelo de las hipotecas se detalló en el recuadro 2.2 del Informe de Estabilidad Financiera de mayo de 2017. La caída del Euribor a partir del año 2008 dio lugar a la activación de estas cláusulas contractuales que limitaban el traslado del menor nivel del Euribor al tipo efectivo de las hipotecas. Esta activación llevó a la presentación de demandas judiciales cuyo proceso se extendió en el tiempo y escalas de apelación hasta alcanzar el Tribunal Supremo, que estableció su nulidad no retroactiva en su Sentencia 241/2013 de 9 de mayo de 2013. Posteriormente, la sentencia del TJUE de 21 de diciembre de 2016 rechazó que la irretroactividad de la cláusula de la Sentencia 241/2013 se ajustase al derecho de la UE, ampliando los efectos de la sentencia al conjunto de hipotecas con cláusulas suelo, y así su impacto cuantitativo.

Las entidades de contrapartida central<sup>1</sup> (CCP, por sus siglas en inglés) son entidades financieras que se interponen, en nombre propio, en las operaciones de compraventa de instrumentos financieros; convirtiéndose en comprador para cada vendedor, y en vendedor para cada comprador. Una vez que una transacción se registra en la CCP, da lugar simultáneamente a una operación de compra y otra de venta, teniendo ambas a la CCP como contraparte. La CCP asume, por tanto, todos los derechos y obligaciones que se derivan de ambas transacciones, por lo que queda expuesta al riesgo de contraparte tanto con el comprador como con el vendedor original; sin embargo, el riesgo de mercado es nulo.

La CCP se protege del riesgo de contraparte a través de un conjunto de líneas de defensa, que incluyen estrictos controles para acceder a la condición de miembro compensador (y poder operar así con la CCP), además de un conjunto de recursos financieros disponibles para cubrir las pérdidas causadas por el potencial impago de un miembro. Estos recursos son, principalmente, aportados por los miembros en forma de garantías a las posiciones (márgenes iniciales y variables) y contribuciones a un fondo para incumplimientos (a través del cual la CCP mutualiza las pérdidas entre todos los miembros). Por su parte, la CCP destina un colchón de su propio capital (*skin in the game*), cuyo volumen es poco significativo respecto a las aportaciones de los miembros.

La compensación centralizada ofrece, frente a la compensación bilateral, una serie de beneficios potenciales tanto para los participantes como para el conjunto sistema. El más relevante es la mayor capacidad de reducir la exposición agregada de los miembros (y, por consiguiente, el riesgo de mercado y de contrapartida al que

se exponen) mediante el neteo de las posiciones de signo contrario que tienen registradas a su nombre (al ser la CCP contrapartida de todas las transacciones).

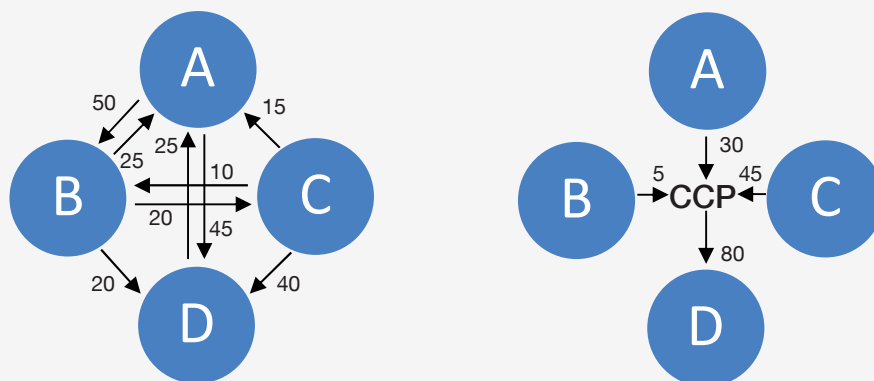
El neteo también permite que, en caso de que un miembro impague, la posición a cerrar o transferir sea menor y, por consiguiente, su posible impacto en precios y volatilidad del mercado. Asimismo, reduce el coste de aportar colateral y el consumo de capital (si el miembro fuera un banco).

Por otro lado, la compensación centralizada simplifica procesos y añade transparencia, al sustituir la complicada red de relaciones de un mercado con compensación bilateral en un sistema que pivota en torno a una única entidad (ver esquema A). Ello facilita a los miembros la evaluación de sus posiciones; y refuerza la gestión prudente del riesgo al estar expuestos, principalmente, a una entidad que está altamente supervisada y regulada.

Desde el punto de vista de las autoridades, la compensación centralizada facilita la valoración de la exposición de los participantes del mercado y, por consiguiente, la toma ágil de decisiones ante un episodio de tensión. Por su parte, la CCP dispone de procesos específicos para la gestión de incumplimientos, que pueden contribuir a reducir el riesgo de contagio y los efectos dominó en el caso, por ejemplo, de que un gran miembro quiebre.

1 Este recuadro se basa en el artículo “Las Entidades de Contrapartida Central: Beneficios, Costes y Riesgos”, Nuñez S. y E. Valdeolivas, de próxima publicación en la Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España (mayo 2019).

Esquema A  
COMPENSACIÓN BILATERAL Y CENTRALIZADA (a)



FUENTE: Banco de España.

a El panel izquierdo muestra una red de compensación bilateral, con cada flecha apuntando de deudor a acreedor. El panel derecho muestra la red de una CCP que agrupa para cada miembro todas sus posiciones bilaterales en el panel izquierdo en una sola posición neta con la CCP. Por ejemplo, el miembro A tiene posiciones bilaterales acreedoras (deudoras) por un total de 65 (95), resultando en una posición neta de (30).

Estas ventajas se pusieron de manifiesto durante la crisis financiera global, en la que los mercados compensados centralizadamente se mostraron relativamente estables<sup>2</sup>. Fruto de ello, los líderes del G20 se comprometieron en 2009 a exigir, entre otras medidas, la compensación centralizada de derivados OTC estandarizados. Este acuerdo ha supuesto un incremento significativo en la actividad de compensación centralizada. Por ejemplo, en 2018, el 76% de los derivados sobre tipo de interés (de las categorías de *swaps* y FRAs), se compensan centralizadamente; frente al 17% en 2007 (ver gráfico A)<sup>3</sup>.

Este elevado volumen de actividad, unido al hecho de que las CCP concentran el riesgo en una sola entidad (que potencialmente puede ser redistribuido a través del fondo para incumplimientos, por ejemplo) explica su naturaleza sistémica. Dicha sistemicidad puede ser, a su vez, reforzada por las siguientes características observadas en la compensación centralizada: la concentración de actividad a nivel de CCP y de miembros; y las elevadas interconexiones, por la

presencia de miembros comunes. El fallo de una CCP puede, por tanto, exponer al sistema a elevadas pérdidas si los riesgos no están adecuadamente gestionados.

El gráfico B muestra la cuota de mercado de las principales CCP en el segmento de *swaps*, distinguiendo por moneda y área geográfica.

- En el momento de su quiebra, el banco americano Lehman Brothers mantenía una posición viva de 9 trillones de dólares (escala numérica corta), correspondientes a 66.390 transacciones, en LCH.Clearnet Ltd (Reino Unido). Esta CCP concentraba aproximadamente un 50% del mercado total de *swaps* de tipo de interés; y contaba con 20 miembros (todos bancos) en el segmento de *swaps*. La quiebra se resolvió mediante la subasta de las posiciones y el uso de las garantías aportadas por Lehman Brothers, sin que ningún otro miembro registrara pérdidas [véase Monnet, C. (2010). Let's make it clear: How Central Counterparties save(d) the day, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review Q1 2010; y Gregory, J. (2014). Central Counterparties: mandatory central clearing and initial margin requirements for OTC derivatives. John Wiley & Sons, junio de 2014].
- El total de los derivados sobre tipos de interés explican aproximadamente el 81% del total de derivados OTC negociados.

Gráfico A  
DERIVADOS OTC COMPENSADOS A TRAVÉS DE CCP  
Porcentaje del notional vivo (a)

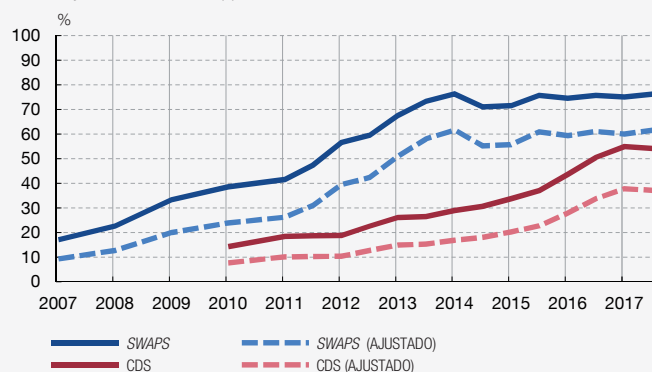


Gráfico B  
VOLUMENES COMPENSADOS POR CCP EN EL SEGMENTO DE SWAPS,  
POR MONEDA Y ÁREA GEOGRÁFICA. Porcentaje de cuota de mercado (2018) (b)

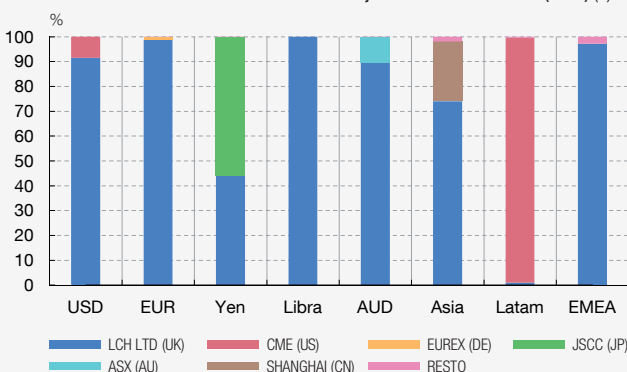


Gráfico C  
MARGEN INICIAL DEPOSITADO POR LOS CINCO MAYORES MIEMBROS. SEGMENTO DE SWAPS. TERCER TRIMESTRE 2018 (b)

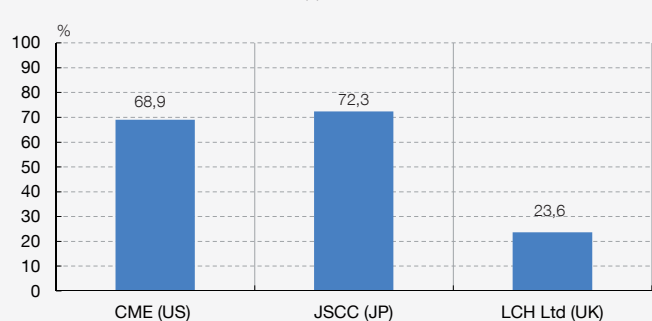
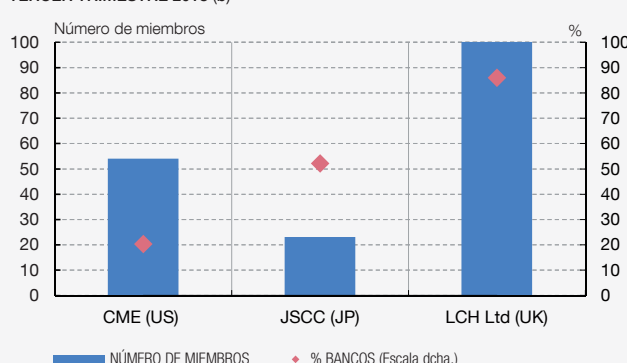


Gráfico D  
BANCOS COMO MIEMBROS COMPENSADORES. SEGMENTO DE SWAPS. TERCER TRIMESTRE 2018 (b)



FUENTES: BIS (Semiannual Derivative Statistics), Clarus FT, CPMI-IOSCO (Quantitative disclosure III TR 2018), ISDA.

a Los datos de *swaps* incluyen también FRAs. Los datos 2016-2018 han sido extraídos del BIS. Datos anteriores a 2016 han sido estimados indexando la tasa de variación de los porcentajes reportados por ISDA a los datos reportados por el BIS. Las series han sido ajustadas por la posible doble contabilización de los datos del BIS.  
b Los datos de *swaps* incluyen también FRAs.



La operativa se concentra, básicamente, en LCH.Clearnet Ltd, a excepción de la actividad en América Latina (CME Clearing (US)) y en Jenes (JSCC (JP)). Esta tendencia también se observa en los CDS, segmento dominado por ICE Clear US.

Desde la perspectiva de los miembros, el 75 % de la actividad se concentra en una veintena de entidades (en su mayoría bancos). El gráfico C refleja, para el segmento de *swaps*, el porcentaje de margen inicial agregado (proxy de actividad) depositado por los cinco mayores miembros de las tres CCP más activas en este segmento. Este porcentaje va desde el 24 % al 69 %. Por su parte, el gráfico E muestra la elevada presencia de los bancos en relación al resto de miembros compensadores.

El riesgo que para la CCP supone estar muy expuesta a determinados miembros, se mitiga por la exigencia del marco internacional de que el fondo de garantía tenga, como mínimo, un tamaño equivalente a las pérdidas que pudiera generar el miembro con mayor posición en condiciones de mercado extremas pero plausibles<sup>4</sup>.

Las CCP son, por su naturaleza, entidades altamente interconectadas con el resto del sistema financiero. Si bien las CCP se pueden vincular entre sí por medio de los acuerdos de interoperabilidad, en la práctica estos son escasos. No obstante, destaca una elevada presencia de miembros y proveedores de servicios comunes, algunos bancos globalmente sistémicos (G-SIBs). En particular, las 26 principales CCP (domiciliadas en 15 jurisdicciones) están, por lo general, expuestas a, al menos, diez G-SIBs.

La compensación centralizada tiene el potencial de reforzar la estabilidad financiera. Sin embargo, plantea elementos de riesgo sistémico que deben abordarse. En base a esta preocupación, los reguladores han dedicado esfuerzos considerables para reforzar la solidez y resiliencia de las CCP. Recientemente, el enfoque ha sido el desarrollo de regímenes robustos de recuperación y resolución, que mitiguen el impacto que sobre la estabilidad financiera tendría la eventual quiebra de una CCP.

4 En las CCP globalmente sistémicas el tamaño del fondo deberá ser suficiente para cubrir las pérdidas de los dos mayores miembros.

---

**El Brexit plantea algunos riesgos sobre la operativa de las CCP, pero se han adoptado medidas mitigantes tanto en Europa como en España.** Una de las principales CCP se encuentra situada en Reino Unido por lo que el Brexit podría suponer un riesgo significativo para las entidades bancarias europeas que operan con ella. Sin embargo, la Comisión Europea ha extendido recientemente su consideración de CCP cualificadas para operar con entidades financieras europeas<sup>30</sup>.

**La iniciativa de la Comisión Europea sobre CCP se une al Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, aprobado por el gobierno español para garantizar la continuidad de los contratos financieros en caso de un Brexit desordenado.** Este Real Decreto-Ley 5/2019 aprueba los planes de contingencia del gobierno español ante un escenario de 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 disrupciones operativas. La mitigación de este riesgo se ha reforzado con el acuerdo reciente del Consejo Europeo para retrasar el Brexit hasta el 31 de octubre.

**Dentro de la estrategia VISION 2020 del Eurosistema para los próximos años se encuentra la consolidación de dos de las mayores infraestructuras del mercado financiero europeo, TARGET2 (T2) y TARGET2-Securities (T2S), prevista para noviembre**

30 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.



**de 2021.** El Eurosistema es el propietario de ambas infraestructuras y es responsable de su gestión y operativa.

**T2 es una plataforma centralizada de liquidación bruta en tiempo real (RTGS, por sus siglas en inglés) para grandes pagos.** Los bancos centrales y los bancos comerciales pueden remitir órdenes de pago en euros a T2 para su procesamiento y liquidación en dinero de banco central (efectivo que las entidades mantienen en las cuentas abiertas en los libros de los bancos centrales). El sistema liquida órdenes de pago de operaciones interbancarias, de operaciones de política monetaria del Eurosistema y operaciones de los clientes de las entidades que participan en el sistema. Además, los saldos de efectivo resultantes de la operativa de la mayor parte de sistemas de compensación y liquidación del área del euro se liquidan en T2.

**Desde un punto de vista legal, T2 está estructurado como un conjunto de sistemas de pago nacionales, uno correspondiente a cada banco central del área del euro.** Además, en T2 participan algunos bancos centrales de la UE cuya moneda no es el euro. El componente español, TARGET2-Banco de España (T2-BE), es el principal sistema de pagos en España por importes procesados. La gran mayoría de las entidades bancarias españolas participa en T2-BE, ya sea de forma directa o indirecta.

**T2S es una plataforma paneuropea que facilita la liquidación centralizada de las operaciones de valores en euros y en otras monedas en dinero de banco central.** Agrupa en una misma plataforma a las cuentas de valores y de efectivo, lo que le permite ofrecer un servicio de liquidación integrado, neutral, sin fronteras y muy avanzado en cuanto a las funcionalidades de que dispone. El efectivo de las operaciones de valores se liquida en las cuentas dedicadas de efectivo que las entidades mantienen en T2S. Existen funcionalidades que permiten a las entidades gestionar de manera eficiente la liquidez entre T2S y T2. El servicio que ofrece la plataforma T2S está dirigido a los depositarios centrales de valores (DCV), sobre la base de un acuerdo marco firmado entre el Eurosistema y los DCV. Éstos mantienen la relación de negocio y contractual con sus participantes.

**El proyecto de consolidación de T2 y T2S consiste en la integración técnica y funcional de ambas infraestructuras en una plataforma común que permitirá ahorrar costes de mantenimiento, modernizar los servicios de T2 y mejorar la conectividad y los componentes de seguridad mediante un único punto de acceso para todas las infraestructuras del Eurosistema.** La mensajería utilizada para la comunicación seguirá el estándar ISO 20022. La consolidación ofrecerá una herramienta centralizada que permitirá a los participantes gestionar, administrar y monitorizar la liquidez en todos los servicios de TARGET: el nuevo servicio RTGS, T2S y el servicio de pagos inmediatos (TIPS, *Target Instant Payment Settlement*). En el nuevo servicio RTGS se podrán liquidar los pagos interbancarios y los provenientes de los sistemas de liquidación vinculados no sólo en euros como ocurre actualmente en T2, sino también en otras monedas si el banco central emisor correspondiente así lo decide.

**Debido a la envergadura de los cambios que supone la consolidación, resulta imposible que el nuevo sistema resultante de la consolidación coexista con el actual, por lo que la migración se hará a través de una ventana única, en una sola fecha, para todos los participantes (enfoque «Big Bang»).** Cada participante de T2 es responsable de garantizar su propia preparación, establecer su plan de adaptación y dedicar los recursos necesarios al proyecto.

**El sistema bancario español prepara desde 2018 su adaptación a este cambio operativo, que podría tener un impacto operativo relevante si los planes de adaptación no son adecuados.** Las entidades españolas formalizaron sus proyectos internos de adaptación a finales de 2018, con el objetivo de llevar a cabo las pruebas y el proceso de certificación en los plazos establecidos. Aquellas entidades que no se certifiquen a tiempo tendrán que asumir el riesgo de dejar de acceder al dinero de banco central, dejando de ser, al menos temporalmente, participantes directos en el sistema. En el caso de que el mercado español en general, o algunas entidades con grandes volúmenes de liquidación en T2, no se pudiesen conectar a la plataforma en la fecha prevista, el impacto negativo sobre el normal desarrollo de la actividad de estas entidades y del conjunto del sistema financiero sería alto, ya que el efectivo resultante de las grandes transacciones económicas del país se liquida en el sistema T2-BE.

Este capítulo presenta el análisis de riesgos y vulnerabilidades sistémicas que regularmente realiza el Banco de España para informar sus decisiones en materia de política macroprudencial, y describe las reformas recientes en el marco regulatorio e institucional vinculadas a la creación en España de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI). El capítulo presta especial atención al diseño y cometidos de la AMCESFI, véase el Recuadro 3.1, cuyo establecimiento fue aprobado en marzo de este año mediante el Real Decreto 102/2019. Este importante desarrollo institucional es complementado por el también reciente Real Decreto-ley 22/2018, que dota a las autoridades sectoriales de nuevas herramientas macroprudenciales aplicables en sus respectivos ámbitos de actuación regulatoria y supervisora<sup>1</sup>.

#### 3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas

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. Este mapa sintetiza información procedente de más de un centenar de indicadores de riesgo potencial para el sistema financiero y condiciones efectivas de la economía real y el sector bancario en España<sup>2</sup>. Los indicadores han sido seleccionados y agregados en función de la capacidad que han mostrado históricamente para anticipar crisis bancarias sistémicas en España. Así, por ejemplo, en la categoría de desequilibrios macroeconómicos, el indicador que recibe mayor ponderación es el saldo de la balanza por cuenta corriente, por encima de otras variables como la deuda externa neta o la deuda pública. La diferencia de pesos refleja que, históricamente, las crisis sistémicas bancarias en España han venido precedidas por periodos con déficits en la balanza por cuenta corriente. La racionalidad económica de este fenómeno radica en que las fases de gran expansión crediticia se suelen caracterizar por una reducida tasa de ahorro doméstica (ya que el consumo es elevado) y por una elevada tasa de inversión (en muchas ocasiones en vivienda), y ese desequilibrio financiero doméstico solo puede ser financiado por el resto del mundo en forma de entradas netas de capitales en la cuenta financiera exterior. La contrapartida de este superávit en la cuenta financiera es un déficit en la balanza por cuenta corriente.

El mapa de vulnerabilidades sistémicas se ha mantenido estable desde el último IEF (gráfico 3.1)<sup>3</sup>. Las categorías que agrupan los indicadores de crédito, liquidez, concentración, mercados financieros y desequilibrios macroeconómicos se han mantenido estables durante los últimos seis meses. En concreto, los indicadores de liquidez presentan una situación de ausencia de alerta, tanto los relativos al balance de los bancos como los relacionados con la liquidez de mercado. Se espera que esta situación continúe, especialmente tras el reciente anuncio del BCE de poner en marcha

<sup>1</sup> El Real Decreto-ley 22/2018 dota al Banco de España de herramientas macroprudenciales adicionales a las que ya disponía por estar recogidas en la legislación comunitaria.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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. En Mencia, J. y J. Saurina (2016) «Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores». Documento Ocasional N° 1601 Banco de España, se detallan los indicadores concretos que incluye cada categoría, así como el cálculo de sus ponderaciones.

La crisis financiera puso de manifiesto que el enfoque microprudencial de regulación y supervisión (entidad a entidad) era insuficiente por sí solo para identificar y, en última instancia, evitar o mitigar el impacto de la materialización del riesgo sistémico en la estabilidad financiera. Por eso, se hizo patente a nivel internacional y europeo la necesidad de que cada jurisdicción disponga de un marco institucional y normativo de política macroprudencial que permita velar de manera coordinada y efectiva por la estabilidad del sistema financiero en su conjunto así como de cada uno de los sectores (entre ellos el bancario), que lo componen.

Con frecuencia, las competencias en materia de estabilidad financiera, regulación y supervisión prudencial en un determinado país se encuentran repartidas entre varias autoridades, cada una de las cuales tiene asignada una parte o sector del sistema financiero. En el caso de España la responsabilidad macroprudencial para el sector de entidades de crédito recae sobre el Banco de España<sup>1</sup>, mientras que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se ocupa de las empresas de servicios de inversión y, análogamente, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSyFP, dependiente del Ministerio de Economía y Empresa) de las entidades sujetas a su supervisión.

El notable aumento de las interconexiones entre entidades y mercados, y su creciente complejidad hace indispensable la adopción de mecanismos de cooperación institucional que faciliten el intercambio de información y análisis, permitiendo abordar de manera integral posibles fuentes de riesgo sistémico mediante medidas de política macroprudencial. La globalización financiera ha conllevado además que la dimensión supranacional de la estabilidad financiera tenga una relevancia creciente.

Por estos motivos, a finales de 2010 se creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico, JERS<sup>2</sup>, como parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera. La JERS tiene como misión «contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico para la estabilidad financiera», garantizando así «una contribución sostenible del sector financiero al crecimiento económico». La JERS es un foro participado por los bancos centrales y las autoridades de supervisión financiera de toda la UE (por nuestro país, Banco de España, CNMV y DGSyFP).

En una de sus primeras actuaciones, la JERS emitió en 2011 una Recomendación<sup>3</sup> instando a todos los Estados miembros de la UE a designar una autoridad encargada de la política macroprudencial, con funciones de identificación, vigilancia y evaluación de riesgos para la estabilidad financiera, y facultada para impulsar medidas con las que afrontar esos riesgos. En la misma línea, el Fondo Monetario Internacional (FMI), a través de sus programas de evaluación del sistema financiero (*Financial Sector Assessment Programme, FSAP*, por sus siglas en inglés) ha venido mostrándose activamente favorable a la creación de autoridades macroprudenciales para el conjunto del sistema financiero<sup>4</sup>.

En este contexto, han sido numerosos los países de nuestro entorno que en los últimos años han establecido una autoridad macroprudencial nacional<sup>5</sup>. Así, en algunos casos se ha conferido un mandato amplio y nuevos instrumentos a una autoridad ya existente (de manera destacada, el banco central nacional, como es el caso del Reino Unido e Irlanda). Alternativamente, diversos países han optado por el establecimiento de una autoridad colegiada en forma de «comité de riesgo sistémico» que, bajo distintas modalidades de gobernanza, involucra al banco central con organismos reguladores y supervisores de banca, valores y seguros, y al ministerio competente para la legislación del sistema financiero (es el caso de Alemania y Francia). La presencia de cargos ministeriales en las autoridades macroprudenciales se justificaría por la necesidad de reforzar las políticas macroprudenciales, habiéndose encontrado evidencia de que un número significativo de países habrían atendido a consideraciones de economía política a la hora de diseñar sus estructuras de gobernanza de estabilidad financiera<sup>6</sup>. La configuración última de la autoridad macroprudencial responde, por tanto, a las especificidades idiosincráticas de cada país<sup>7</sup>.

En el caso de España, el proceso de creación de una autoridad macroprudencial se ha visto influido por la existencia desde 2006 del denominado Consejo de Estabilidad Financiera (CESFI)<sup>8</sup>. El CESFI fue constituido mediante un acuerdo de cooperación voluntario entre el entonces Ministerio de Economía y Hacienda, el Banco de España, y la CNMV para tratar cuestiones de interés común en materia de estabilidad financiera,

1 De manera suplementaria, el Banco Central Europeo también tiene competencias en materia de política macroprudencial sobre las entidades de crédito de todos los países del área del euro, en virtud de las tareas que le fueron conferidas con el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión en 2014.

2 [Reglamento \(UE\) nº 1092/2010](#), de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico.

3 Recomendación de la JERS, de 22 de diciembre de 2011, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales ([JERS/2011/3](#)).

4 Véase, en el caso de España, el documento del FMI «[Spain: Financial Sector Assessment Program-Technical Note-Systemic Risk Oversight Framework and Macroprudential Policy](#)», 13 de noviembre de 2017.

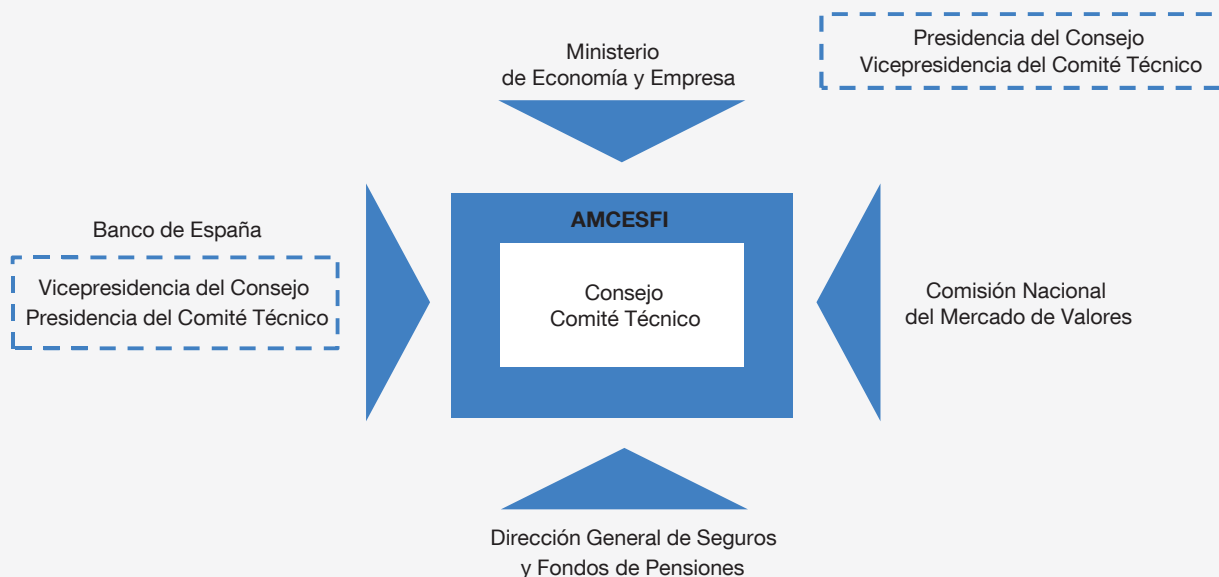
5 Véase el documento de la JERS «[List of national macroprudential authorities and national designated authorities in EU Member States](#)». Italia es actualmente el único Estado miembro de la UE pendiente de crear una autoridad macroprudencial nacional.

6 «[New Financial Stability Governance Structures and Central Banks](#)» de R.M. Edge and J.N. Liang. Hutchins Center Working Paper #50 (February 2019).

7 Para una síntesis de las reformas institucionales a nivel mundial véase «[Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis?](#)» de D. Calvo, J.C. Crisanto, S. Hohl y Ó. Pascual Gutiérrez. Financial Stability Institute (FSI) Insights on policy implementation No 8. (April 2018).

8 Véase el artículo de D. Vegara «[Funciones y objetivos del Comité de Estabilidad Financiera \(CESFI\)](#)», Revista de Estabilidad Financiera Nº11, Banco de España, noviembre de 2006.

Esquema A  
MEMBRESÍA INSTITUCIONAL DE LA AMCESFI



FUENTE: Banco de España.

y de prevención y gestión de crisis. No obstante, el CESFI carecía de un rango legal que le confiriese un mandato formal o funciones y cometidos adecuadamente definidos.

Dados los antecedentes internacionales, a finales de 2018 el CESFI sirvió de plataforma para la discusión del proyecto de creación de la autoridad macroprudencial nacional, en el sentido de la Recomendación de la JERS, y también de una propuesta legislativa para dotar a las autoridades supervisoras sectoriales con instrumentos macroprudenciales adicionales a los contenidos en la legislación europea.

Tras un trámite de audiencia pública a finales de 2018, el Consejo de Ministros aprobó a comienzos de marzo el Real Decreto 102/2019 de creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera<sup>9</sup>. Bajo el acrónimo de AMCESFI, la nueva autoridad se configura como un órgano colegiado adscrito al Ministerio de Economía y Empresa, compuesto por representantes de este Ministerio, el Banco de España, la CNMV y la DGSyFP (esquema A).

La AMCESFI tiene como objetivo «*coadyuvar a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante la identificación, prevención y mitigación de aquellas circunstancias o acciones que pudieran originar un riesgo sistémico*». A este fin, la AMCESFI realizará, de manera regular, un seguimiento y análisis de factores de riesgo sistémico. Entre sus facultades estará la de emitir alertas y recomendaciones sobre cualquier cuestión que pueda afectar a la estabilidad financiera así como opiniones sobre propuestas de medidas macroprudenciales previamente notificadas a la AMCESFI por las autoridades supervisoras sectoriales (Banco de España, CNMV y DGSyFP).

El Consejo de la AMCESFI se compone de siete miembros, cuatro de ellos representantes de los organismos supervisores independientes, correspondiendo la Presidencia al titular del Ministerio de Economía y Empresa, y la Vicepresidencia al Gobernador del Banco de España. Por debajo del Consejo opera un Comité Técnico de Estabilidad Financiera con nueve miembros, seis de ellos provenientes de los organismos supervisores independientes, presidido por la figura del Subgobernador del Banco de España, y vice-presidido por el Secretario General del Tesoro y Financiación Internacional. Este Comité debe preparar los asuntos que se sometan al Consejo, ejerciendo el Banco de España las funciones de secretariado.

En aras de la transparencia y rendición de cuentas, la AMCESFI deberá publicar las opiniones, alertas y recomendaciones que acuerde emitir (salvo que su difusión se desaconseje por poner en riesgo la estabilidad financiera), y presentará un informe anual ante la Comisión de Economía y Empresa del Congreso de los Diputados.

En paralelo, el Gobierno de España aprobó el Real Decreto-ley 22/2018 de herramientas macroprudenciales<sup>10</sup>. Este Real Decreto-ley amplió el conjunto de instrumentos a disposición de las autoridades sectoriales para aplicación sobre entidades

<sup>9</sup> Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

<sup>10</sup> Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, convalidado por el Congreso de los Diputados el 22 de enero de 2019.

sujetas a su regulación. En particular, el Banco de España queda facultado para establecer por motivos de riesgo sistémico: (i) un colchón de capital anticíclico aplicable a las exposiciones a un determinado sector; (ii) límites a la concentración a un determinado sector de actividad económica por parte de las entidades de crédito; y (iii) condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones por las entidades de crédito. Estas últimas herramientas macroprudenciales basadas en la capacidad de pago del prestatario (*borrower-based instruments*) ya han sido introducidas en las normativas nacionales de otros países europeos y están siendo activamente empleadas para evitar la relajación, de naturaleza cíclica, en los estándares de concesión de financiación por parte de los bancos, con el objetivo de gestionar de forma activa el riesgo de crédito incurrido en su actividad.

En el caso del sector bancario, estos instrumentos se suman a los ya disponibles desde 2016 a través del Reglamento y la Directiva europeos de requerimientos de capital (CRR/CRD IV), que han implantado en la UE los instrumentos macroprudenciales del marco regulatorio global de Basilea 3: (i) el colchón de capital anticíclico, y (ii) la fijación de colchones de capital para entidades de importancia sistémica doméstica y mundial, así como (iii) el colchón contra riesgos sistémicos (si bien este instrumento no está incluido en el marco de Basilea 3). Asimismo, se ha designado al Banco de España como autoridad competente para la aplicación

del artículo 458 del Reglamento (UE) n.º. 575/2013, de 26 de junio, consagrando de forma definitiva una atribución otorgada hasta ahora transitoriamente.

Análogamente, tanto la CNMV como la DGSyFP podrán establecer límites y condiciones a la actividad de entidades dentro de su ámbito de supervisión, lo que facilitará la acción coordinada. Además, la CNMV se ha visto reforzada con la potestad de incrementar de manera temporal el porcentaje de inversión en activos líquidos exigido a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de entidades de capital-riesgo. Por su parte, la DGSyFP podrá fijar condiciones a las operaciones de transferencia de riesgos y carteras de seguros. Estos instrumentos, algunos de los cuales son novedosos a nivel internacional, se verán previsiblemente complementados en los próximos años a medida que a nivel internacional se avance en el desarrollo de políticas macroprudenciales «*beyond banking*» (para los otros sectores financieros no bancarios).

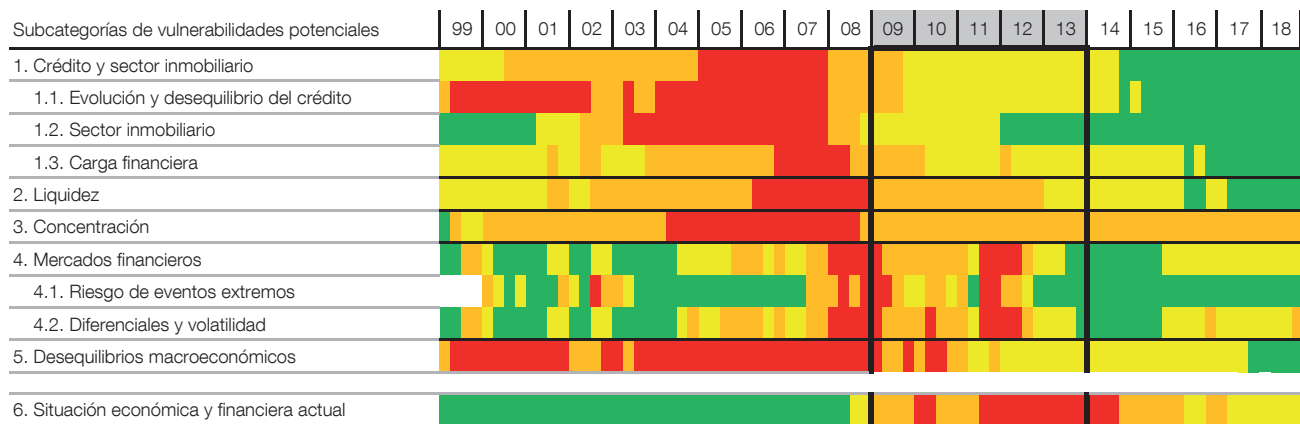
Con el establecimiento de la AMCESFI y el desarrollo de un conjunto de instrumentos macroprudenciales adicionales a los ya disponibles en la normativa europea, España se dota de un marco institucional y regulatorio comparable al de otros Estados miembros de la UE ofreciendo de esta manera mayores garantías para afrontar potenciales futuras crisis financieras sistémicas de manera más efectiva y coordinada.

nuevas facilidades de financiación a medio plazo. En el caso de los indicadores de concentración, se mantiene el nivel medio de alerta debido a que el elevado peso del crédito para operaciones de mayor tamaño se ve compensado con una menor exposición a los sectores de construcción y promoción inmobiliaria. Por su parte, las turbulencias de los mercados financieros registradas a finales del año pasado se han traducido en el repunte de algunos indicadores de diferenciales de tipos de interés y en un aumento de la volatilidad de los mercados. Sin embargo, hasta el momento el impacto de estos eventos sobre el sistema financiero español ha sido limitado.

**Aunque los riesgos para la estabilidad del sistema financiero español han aumentado en los últimos seis meses, no se aprecian señales de riesgo sistémico.**

Como se ha detallado en los capítulos precedentes, los riesgos macroeconómicos para la estabilidad financiera identificados en anteriores IEF parecen haberse intensificado. Por un lado, el riesgo de corrección de los precios de algunos activos financieros y aumento brusco de las primas de riesgo, ha aumentado como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica global, en parte asociada a la incertidumbre geopolítica y sobre las políticas económicas. Además, las economías emergentes también ha empeorado por la evolución económica de China. Asimismo, en el horizonte relevante para el IEF, las entidades de depósito tendrán mayor presión sobre su cuenta de resultados derivada de la evolución macroeconómica y del aumento del riesgo legal. Sin embargo, los indicadores de riesgo sistémico relacionados con el

Las vulnerabilidades macroeconómicas de la economía española se van corrigiendo lentamente, y el mapa de vulnerabilidades sistémicas, cuyo objetivo es alertar sobre crisis bancarias sistémicas se mantiene estable en un nivel normal. Solo el segmento de diferenciales de tipos de interés y de volatilidad han repuntado como consecuencia de las turbulencias que los mercados financieros experimentaron recientemente.



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.

ciclo financiero en España se mantienen en niveles bajos, aunque aumentando. Además, aunque la materialización potencial de los riesgos macroeconómicos tendría un impacto relevante en el capital de las entidades de depósito, el nivel medio de solvencia del sector bancario español sería adecuado, como se ha mostrado en la sección 2.1.3.

### 3.2 Instrumentos y actuaciones de política macroprudencial

**El Banco de España ha mantenido el porcentaje del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) aplicable en los dos primeros trimestres de 2019 en el 0%.** Estas decisiones periódicas<sup>4</sup> se fundamentan en el análisis técnico de indicadores cuantitativos combinado, a través de juicio experto, con información de naturaleza cualitativa que pueda ser relevante (esquema de «discrecionalidad guiada»). Dentro del conjunto de indicadores cuantitativos que guían las decisiones sobre el CCA, la referencia principal a nivel internacional es la brecha de crédito-PIB. Este indicador ha sido propuesto por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) y se encuentra incorporado en la legislación europea y española vigente para guiar la fijación del CCA<sup>5</sup>. El valor de esta brecha continúa en niveles altamente negativos. En concreto, con datos a septiembre de 2018, su valor era de -48,3 pp, lo que indica que se mantiene estable en valores próximos a los mínimos históricos alcanzados tras la última crisis.

**La brecha de crédito-PIB o brecha de Basilea presenta diversas limitaciones técnicas en el caso de España.** La brecha de Basilea, presenta diversas limitaciones como indicador del ciclo de crédito en economías como la española, que han presentado patrones cambiantes en la relación entre crédito y PIB a lo largo del tiempo, y exhibido ciclos de crédito de duración inferior a los 20 años. En concreto, se ha detectado

4 La relación de decisiones trimestrales sobre el CCA adoptadas por el Banco de España puede consultarse en: [https://www.bde.es/bde/es/areas/estabilidad/politica-macroprr/Fijacion\\_del\\_po\\_abd79f06544b261.html](https://www.bde.es/bde/es/areas/estabilidad/politica-macroprr/Fijacion_del_po_abd79f06544b261.html)

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



un significativo sesgo negativo en la magnitud de la brecha de crédito-PIB en los años inmediatamente posteriores a una crisis, lo cual dificulta su capacidad para emitir alertas tempranas sobre cambios incipientes en la tendencia del ciclo crediticio.

**Los modelos alternativos a la brecha de Basilea considerados por el Banco de España también muestran desequilibrios negativos, aunque de órdenes de magnitud significativamente menores.** Dadas las limitaciones técnicas de la brecha de Basilea, es importante analizar la brecha de crédito-PIB bajo especificaciones alternativas. Por ello, el Banco de España ha desarrollado, por una parte, modelos cuantitativos 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<sup>6</sup>. Adicionalmente, se ha recalculado la brecha de crédito-PIB con una especificación técnica distinta a la aprobada por el BCBS, con el fin de ajustarla a la duración media observada para los ciclos crediticios de nuestro país (Recuadro 3.2). Ambas aproximaciones dan como resultado brechas que también se encuentran en valores negativos, pero notablemente más cercanos al punto de equilibrio de lo que se desprende de la brecha de Basilea. Estos resultados amparan mantener el CCA en 0% por el momento, pero a la vez señalan la necesidad de hacer un seguimiento cuidadoso de la evolución y de las proyecciones a futuro de estos modelos.

**Otros indicadores cuantitativos también apuntan a una ausencia de alertas de riesgo sistémico cíclico, aunque la evolución reciente de algunos de ellos indica que podrían producir alertas antes que la brecha de crédito-PIB.** El marco de activación del CCA considera también un conjunto de indicadores cuantitativos complementarios para guiar la fijación del CCA. En particular, se consideran indicadores sobre desequilibrios de los precios de la vivienda, saldo de la balanza por cuenta corriente, intensidad del crédito y servicio de la deuda (gráfico 3.2)<sup>7</sup>. Con información hasta septiembre de 2018, estos indicadores muestran ausencia de señales claras de riesgo sistémico cíclico. Sin embargo, en algunos casos, su evolución reciente sugiere que podrían generar alertas antes de las que pudiera señalar la brecha de crédito-PIB. En particular, los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda continúan mostrando una clara tendencia a la corrección desde el final de la crisis (gráfico 3.2.A)<sup>8</sup>. En este sentido, habrá que esperar a la recepción de nuevos datos de precios de la vivienda para confirmar que su desaceleración reciente se mantiene y no se produce una sobrevaloración. De manera similar, se observa una tendencia decreciente en el saldo de la balanza por cuenta corriente, si bien continúa en superávit (gráfico 3.2 B). Los otros dos indicadores continúan reflejando la corrección de los desequilibrios acumulados antes de la última crisis. En particular, el indicador de intensidad de crédito, que captura la variación anual del crédito en relación al PIB, muestra reducciones netas del saldo de crédito al sector privado no financiero, aunque muy moderadas y cercanas a cero (gráfico 3.2.C).

6 Véase el Recuadro 3.1 del Informe de Estabilidad Financiera de noviembre de 2018.

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

8 Los cinco indicadores que componen la categoría de evolución de precios de la vivienda son: i) la brecha de precios en términos reales construida como la diferencia entre los precios observados y su tendencia de largo plazo; ii) la brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares calculada como la diferencia entre esta ratio y su tendencia de largo plazo; iii) modelo econométrico que compara los precios de la vivienda en términos reales con estimaciones obtenidas a partir de las tendencias de largo plazo del ingreso disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas; iv) brecha de la ratio precios de la vivienda a precios del alquiler, construida como la diferencia entre los valores de la ratio y su tendencia de largo plazo; v) modelo econométrico que compara los precios de la vivienda en términos reales con equilibrios de largo plazo estimados considerando variables relacionadas con el ingreso disponible de los hogares, tipos de interés de las hipotecas y efectos fiscales. En todos los casos las tendencias de largo plazo son obtenidas con un filtro de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000.



La brecha de crédito-PIB calculada según las orientaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea («brecha de Basilea»)<sup>1</sup> es el indicador de referencia para establecer trimestralmente el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA). La metodología propuesta se basa en la utilización del filtro estadístico de Hodrick-Prescott<sup>2</sup> con el fin de estimar un componente tendencial de largo plazo de la ratio crédito-PIB, respecto al cual se calculan las desviaciones de la ratio observada. Estas desviaciones representan la magnitud de la brecha. El método requiere calibrar previamente el valor de un parámetro que está directamente relacionado con la duración media del ciclo financiero y, por tanto, determina la memoria del componente tendencial. En particular, la metodología de la brecha de Basilea propone la utilización de un valor para este parámetro muy alto (400.000), que implica asumir una duración media del ciclo de crédito de, aproximadamente, treinta años. Esta es una duración muy larga en comparación con la duración constatada en España y otros países. En el caso de España, se ha estimado<sup>3</sup> una duración de diecisiete años, en promedio, tras analizar series históricas desde 1880; utilizando solo la información más moderna, desde 1960, la duración media sería de 19 años.

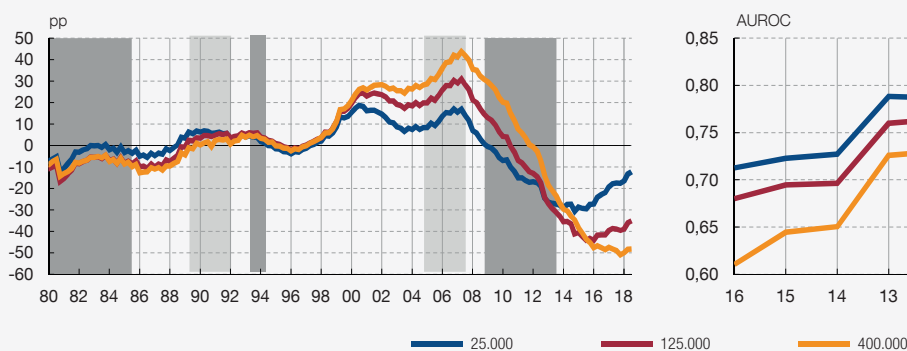
Como consecuencia, asumir duraciones de treinta años hace que la tendencia de largo plazo estimada tenga una inercia excesiva. Y esto implica que la evolución más reciente de la ratio influye muy poco en la estimación de la tendencia, con lo que se generan brechas muy alejadas de los niveles observados, especialmente cuando la ratio presenta cambios importantes o relativamente rápidos y sostenidos. La principal consecuencia es que la brecha

estimada presenta una excesiva amplitud, que, en la actualidad se materializa en los altos valores negativos estimados para España. Este sesgo observado podría dificultar que la brecha detecte de forma adelantada señales de desequilibrio en el ciclo crediticio durante los próximos años.

Así, resulta relevante estudiar mecanismos que permitan adaptar la metodología del Comité de Basilea para incorporar supuestos de duración media del ciclo financiero más acordes a la evidencia empírica disponible para España. En concreto, se han explorado adaptaciones alternativas del filtro de Hodrick-Prescott reduciendo el valor de ese parámetro y limitando el número de observaciones pasadas que se utilizan para estimar la tendencia<sup>4</sup>. El estudio evidencia que, efectivamente, asumir una duración media del ciclo de crédito de quince años corrige las amplias desviaciones estimadas por la brecha de Basilea antes y después de cada crisis, y mejora considerablemente la capacidad predictiva de eventos sistémicos de este indicador.

- 1 BCBS Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, diciembre de 2010.
- 2 Propuesto por primera vez en Hodrick, R.J. y E.C. Prescott (1997), Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29: 1-16.
- 3 Bedayo, M., Á. Estrada y J. Saurina (2019). *Bank capital, lending booms, and busts. Evidence from Spain in the last 150 years*. Documento de Trabajo N.º 1847, Banco de España.
- 4 Galán, J.E. (2019). *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*. Documento Ocasional N.º 1906, Banco de España.

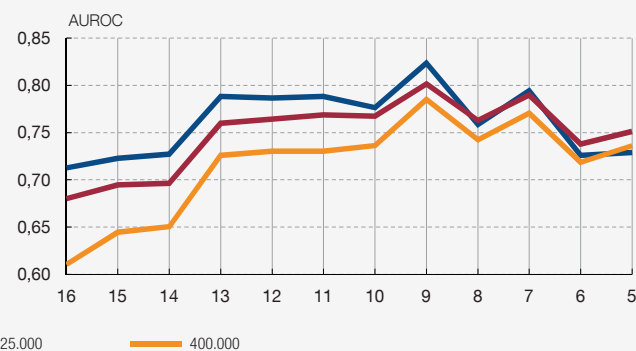
Gráfico A  
BRECHAS DE CRÉDITO-PIB ADAPTADAS PARA CICLOS DE CRÉDITO DE ENTRE 15 Y 20 AÑOS (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Las líneas representan las estimaciones de las brechas asumiendo un ciclo de crédito de 15, 20 y 30 años, que corresponden aproximadamente a valores del parámetro de suavización de 25.000, 125.000 y 400.000. Este último es el adoptado por la metodología de Basilea. El área sombreada en gris oscuro representa los tres períodos sistémicos identificados en España desde 1970, que corresponden a dos períodos de crisis sistémica bancaria (I TR 1978 a III TR 1985 y I TR 2009 a IV TR 2013) y a un evento idiosincrático (III TR 1993 a III TR 1994). El área sombreada en gris claro representa los períodos entre cinco y dieciséis trimestres previos a la ocurrencia de los eventos sistémicos, durante los cuales es deseable identificar señales de riesgo cíclico, con el fin de poder tomar medidas con suficiente antelación.
- b La capacidad predictiva se compara por medio del AUROC (*Area Under the Receiver Operating Characteristics Curve*). Este criterio representa la relación entre la tasa de falsos positivos y la tasa de verdaderos positivos para todos los umbrales posibles de clasificación binaria de un modelo. Un valor del AUROC igual a 1 indicaría un modelo de predicción perfecto. Por el contrario, un valor de 0,5 indicaría que el modelo no es capaz de predecir mejores resultados que aquellos provenientes de una asignación aleatoria. El eje vertical representa el valor del AUROC. El eje horizontal representa los períodos entre cinco y dieciséis trimestres previos a la ocurrencia de los eventos sistémicos, durante los cuales es deseable identificar señales de riesgo cíclico, con el fin de poder tomar medidas con suficiente antelación. Las líneas representan el AUROC de brechas que asumen un ciclo de crédito de 15, 20 y 30 años, que corresponden aproximadamente a valores del parámetro de suavización de 25.000, 125.000 y 400.000. Este último es el adoptado por la metodología de Basilea.

Gráfico B  
CAPACIDAD PREDICTIVA DE LAS BRECHAS DE CRÉDITO-PIB ADAPTADAS PARA CICLOS DE CRÉDITO DE ENTRE 15 Y 20 AÑOS (b)



El gráfico A muestra las estimaciones de la brecha crédito-PIB utilizando parámetros de suavización que asumen menores duraciones del ciclo de crédito. En particular, se utilizan parámetros iguales a 25.000 y 125.000, que asumen duraciones del ciclo crediticio cercanas a quince y veinte años, respectivamente. En general se observa que, cuanto menor es el parámetro, menor es la amplitud de la brecha y más rápida es su reacción ante cambios en la tendencia de la ratio. Se observa asimismo que, a diferencia de lo que ocurre con la brecha de Basilea, las dos estimaciones con parámetros más bajos que el asumido por esa metodología, identifican correctamente el evento sistémico producido en España en la década de los noventa. Respecto a la situación actual, las estimaciones que utilizan un parámetro de suavización igual a 25.000, consistente con una duración del ciclo de crédito de aproximadamente quince años, señalan un claro cambio de tendencia en la brecha durante los últimos dos años. A pesar de que estas estimaciones siguen arrojando valores negativos, son menores en valor absoluto, lo cual parece más consistente con la fase de evolución del crédito y la economía que se observa en la actualidad.

Asimismo, el cálculo de la brecha crédito-PIB con valores más bajos del parámetro mejora la capacidad predictiva del indicador. Este resultado puede apreciarse en el gráfico B, el cual compara la capacidad de los distintos indicadores para identificar desequilibrios en el ciclo de crédito de forma adelantada. Se observa que la brecha calculada con el parámetro de 25.000 presenta la mejor capacidad predictiva y que la diferencia respecto a la brecha de Basilea, que utiliza un parámetro de 400.000, es especialmente grande entre dos y cuatro años antes de la ocurrencia de una crisis. Esto permite una mejor y más anticipada señalización de la acumulación de riesgo sistémico cíclico. Por lo tanto, a pesar de las limitaciones que plantean los métodos estadísticos, es posible introducir mejoras en su cálculo que los conviertan en medidas de utilidad para la identificación de riesgo sistémico cíclico. En particular, considerar calibraciones consistentes con ciclos de crédito de quince años en promedio mejora la capacidad predictiva del indicador y muestra estimaciones más acordes con la fase de recuperación en el ciclo financiero en la que se encuentra España actualmente.

Finalmente, el servicio de la deuda del sector privado no financiero exhibe una continua reducción desde el comienzo de la última crisis (gráfico 3.2.D). Esta caída se ha visto favorecida en parte por el hecho de que el nivel de los tipos de interés se encuentre en mínimos históricos, en un contexto en el que un porcentaje muy elevado del crédito al sector privado ha sido concedido a tipo variable. No obstante, las últimas informaciones disponibles muestran que la probabilidad de subidas de tipos en un horizonte próximo es muy reducida<sup>9</sup>.

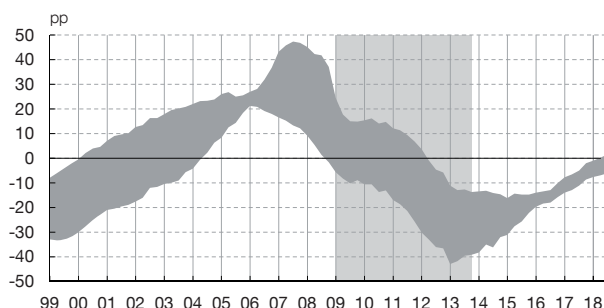
#### **Otras jurisdicciones están activando el CCA basándose en diferentes consideraciones.**

En particular, las autoridades macroprudenciales de algunos países consideran que, más allá de la evolución del ciclo financiero, uno de los objetivos de este instrumento es construir colchones en los periodos de bonanza económica que puedan ser utilizados en las recesiones para amortiguar su impacto. De acuerdo con este punto de vista, el CCA debería activarse en el momento en el cual la economía se encuentre en expansión (con brecha de producción positiva), independientemente de si se observa un crecimiento excesivo del crédito. En el caso de España, el gráfico 3.3 muestra que la brecha de producción (*output gap* en inglés) o del ciclo de negocios, comenzó a ser positiva en España en el año 2018. Este gráfico también permite comparar la evolución del ciclo de negocios con el financiero, aproximado con la brecha de crédito-PIB, cuando ésta última se calcula a través de la especificación ajustada con mejor comportamiento del Recuadro 3.2. Esta comparación sugiere que antes de la crisis financiera global, el ciclo financiero precedía al ciclo de negocios y, tras ella, lo antecede, por lo que, en la actualidad, la brecha de producción sería un indicador adelantado del ciclo financiero. Adicionalmente, en el caso de otras jurisdicciones, algunos factores idiosincrásicos, como la excesiva volatilidad de sus economías, también se han utilizado como justificación para introducir el colchón de capital

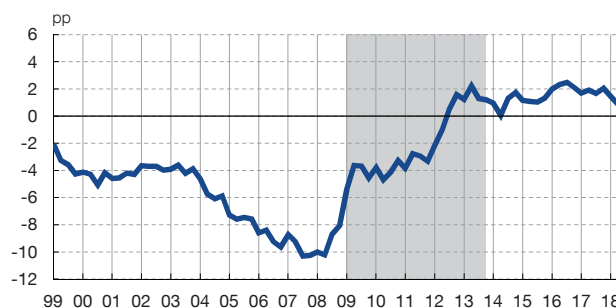
<sup>9</sup> Véase el Recuadro 4 del Informe Trimestral de la Economía Española de marzo de 2019.

Los indicadores complementarios para la calibración del CCA no evidencian señales de riesgo sistémico cíclico, aunque algunos de ellos se han aproximado a los niveles de alerta. Los indicadores complementarios se han seleccionado en función de su capacidad predictiva de crisis bancarias sistémicas. El grado de desequilibrio de los precios de la vivienda depende de la evolución de sus determinantes, como pueden ser la renta de los hogares, los tipos de interés o el precio del alquiler. El saldo por cuenta corriente recoge la medida en la cual el ahorro generado internamente es suficiente para financiar la inversión deseada. La variación del crédito sobre el PIB trata de captar la relevancia del flujo de crédito para financiar la actividad. Por último, el servicio de la deuda aproxima la carga de intereses más el pago del principal de la deuda de hogares y empresas no financieras sobre el PIB.

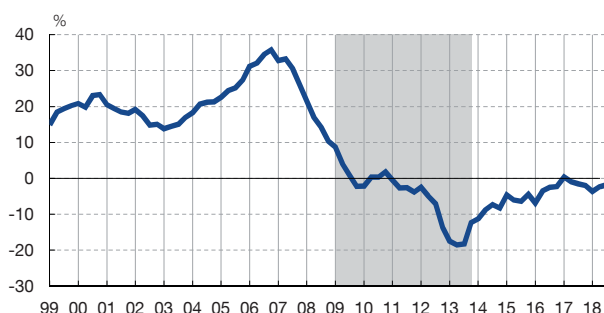
A INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (b)



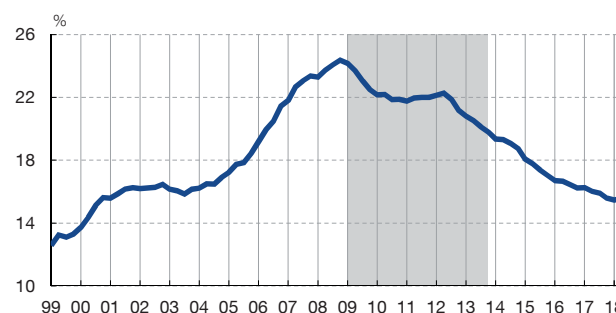
B BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% DEL PIB) (c)



C INTENSIDAD DEL CRÉDITO (d)



D ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO (e)



FUENTE: Banco de España.

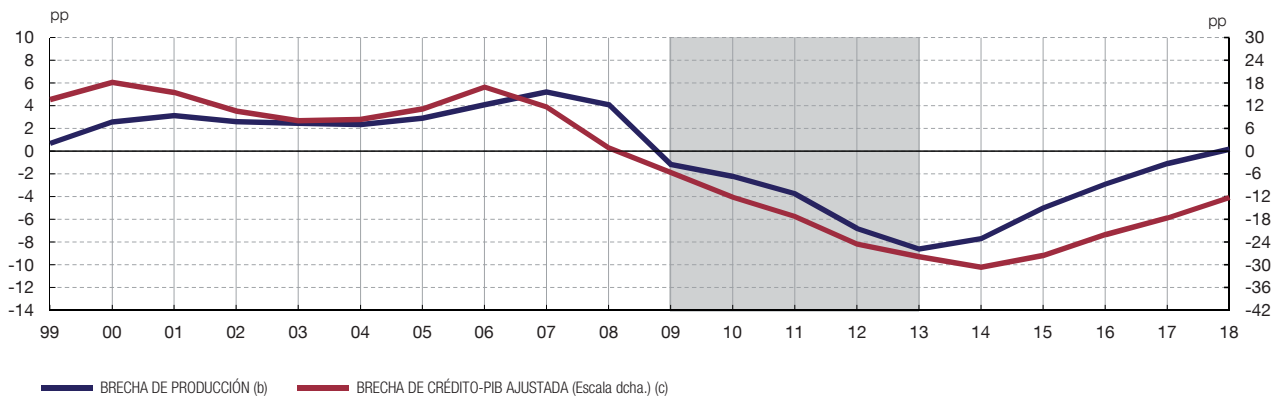
- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013).  
 b El área sombreada representa la franja entre mínimos y máximos del conjunto de cinco indicadores de desequilibrios en el sector inmobiliario.  
 c La serie de balanza por cuenta corriente se expresa como porcentaje del PIB. La serie ha sido corregida por efectos estacionales.  
 d 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.  
 e 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.

anticíclico. En cualquier caso, el Banco de España hará un seguimiento cuidadoso de la evolución y de las predicciones de todos los indicadores cuantitativos mencionados anteriormente.

**El CCA efectivo exigido a las entidades bancarias españolas viene determinado también por los porcentajes fijados por las autoridades de otros países.** En el cálculo del requerimiento del CCA específico de una entidad deben tenerse en cuenta las exposiciones crediticias que tienen en otros países en los que se ha fijado un porcentaje del CCA positivo. En concreto, los bancos españoles con actividad internacional en jurisdicciones que ya han activado este instrumento deben cumplir con un colchón positivo, resultante de la aplicación de un promedio ponderado de los porcentajes de CCA en los países en los que están presentes. Hasta la fecha, una docena de países europeos<sup>10</sup> aplican

<sup>10</sup> Bulgaria, Dinamarca, Eslovaquia, Francia, Irlanda, Islandia, Lituania, Luxemburgo, Noruega, Reino Unido, República Checa y Suecia.

Tras la crisis tanto la brecha de producción como la de la ratio crédito-PIB ajustada muestran una tendencia positiva. En el caso de la brecha de producción, ésta se ha tornado positiva a finales de 2018, mientras que la brecha de la ratio crédito-PIB continúa cerrándose.



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013).  
b La brecha de 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 (ver Recuadro 3.1).

—o han anunciado la próxima aplicación de— un porcentaje positivo del CCA, siendo el del Reino Unido el que afecta en mayor medida a algunos bancos españoles, aunque esto supone menos de un 0,2 % de sus APR a nivel consolidado.

**La última revisión de la lista de entidades de importancia sistémica no ha registrado modificaciones<sup>11</sup>.** Desde 2015 el Banco de España lleva a cabo anualmente la identificación de «Entidades de Importancia Sistémica Mundial» (EISM) y de importancia sistémica doméstica o nacional, que son denominadas como «Otras Entidades de Importancia Sistémica» (OEIS), estableciendo sus colchones regulatorios de capital. A diferencia del CCA, estos colchones tratan de abordar la dimensión transversal del riesgo sistémico. Así, en noviembre de 2018 se anunció la continuidad de las designaciones de una EISM para 2020 y cinco OEIS para 2019, con indicación de los porcentajes de los colchones asociados para cada una de ellas en el ejercicio 2019.

**En diciembre de 2018 concluyó el esquema de implantación gradual de los colchones de capital para entidades sistémicas.** Los colchones de capital para EISM y OEIS fueron introducidos en 2016 bajo un esquema de implantación gradual de tres años de duración, que concluyó el 1 de enero de 2019. En consecuencia, desde esa fecha, las entidades de importancia sistémica españolas deben cumplir con la totalidad del porcentaje del colchón (*fully phased-in*) establecido por el Banco de España<sup>12</sup> (véase cuadro 3.1).

**En la UE hay más de un centenar de entidades designadas como OEIS<sup>13</sup> para el ejercicio 2019.** La regulación comunitaria estipula que los colchones de capital exigibles a estas entidades pueden ser establecidos con cierta flexibilidad por parte

11 Véase la nota de prensa «El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital» de 21 de noviembre de 2018.

12 Para más detalles, véase el Recuadro 3.1 del Informe de Estabilidad Financiera de mayo de 2017.

13 De las que once son también EISM. El concepto de OEIS no se limita a entidades de crédito, sino que puede eventualmente abarcar también empresas de servicios de inversión (como es el caso en Chipre y Reino Unido).

Se ha completado el periodo de implantación de los colchones para entidades de importancia sistémica sin cambios en los requerimientos *fully phased-in*.

Entidad	Designación	Colchón de capital exigido en 2018	Colchón de capital exigido en 2019
Santander	EISM y OEIS	0,75%	1,0%
BBVA	OEIS	0,5625%	0,75%
CaixaBank	OEIS	0,1875%	0,25%
Sabadell	OEIS	0,1875%	0,25%
Bankia	OEIS	0,1875%	0,25%

FUENTE: Banco de España.

a Los colchones de capital están expresados en porcentaje sobre APRs totales a nivel consolidado.

de las autoridades nacionales, en niveles comprendidos entre el 0 y el 2 % sobre APR. No obstante, para los países que forman parte de la Unión Bancaria, los colchones para OEIS deben cumplir con unos niveles mínimos acordados por el BCE en el ámbito del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), para tratar de asegurar un tratamiento homogéneo por jurisdicciones que garantice que las entidades operan en condiciones de igualdad.

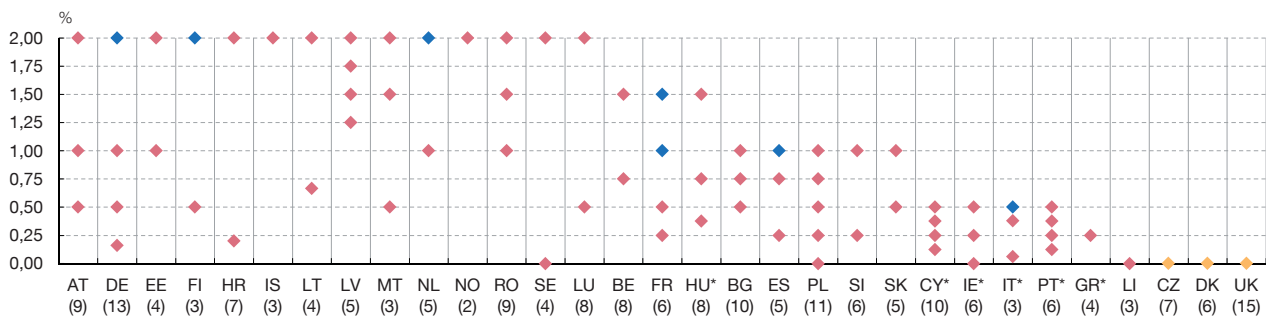
**Los colchones de OEIS han sido introducidos y calibrados de manera muy diversa en la UE.** La calibración de los colchones de OEIS refleja diferentes estructuras de los sectores bancarios nacionales y dimensiones relativas de sus principales entidades. Asimismo, varios países han establecido calendarios transitorios de implantación del colchón para OEIS difiriendo el requerimiento final más allá de 2018 (en algunos casos hasta 2021). Como ya se ha señalado anteriormente, las OEIS españolas deben cumplir en 2019 con colchones *fully phased-in* comprendidos entre el 0,25 y el 1 % sobre activos ponderados por riesgo (APR), niveles que, por diversos factores, son inferiores a los exigidos a muchos de sus pares en países de nuestro entorno (gráfico 3.4). Cabe destacar que la comparativa entre países se ve dificultada por la sujeción de algunas OEIS, bien de manera complementaria o sustitutiva, al colchón de riesgos sistémicos (*systemic risk buffer*)<sup>14</sup> y también por la existencia de diferencias en densidades de APR. En particular, la calibración del colchón para riesgos sistémicos (estructurales) es más discrecional que la del colchón para OEIS y permite calibraciones superiores al nivel máximo regulatorio (2 %) permitido para el colchón de OEIS. Con la finalidad de seguir convergiendo en la utilización del colchón de OEIS en el ámbito del MUS, se espera que el BCE revise este año de su marco metodológico de calibraciones mínimas para este instrumento<sup>15</sup>.

**Las medidas de política macroprudencial adoptadas por el Banco de España son consultadas con el BCE.** En el contexto del MUS, las autoridades nacionales del área del euro tienen la obligación de notificar con antelación al BCE sus propuestas de medidas sobre determinados instrumentos macroprudenciales regulados en la legislación comunitaria. El Reglamento del MUS contempla la posibilidad de que el BCE pueda objetar y, en su caso —si se considera justificado—, endurecer determinadas medidas de

14 Con carácter general, la regulación estipula que las entidades de importancia sistémica deben satisfacer solo el mayor de los tres colchones macroprudenciales a los que pueden llegar a estar sujetas: (i) el de EISM, (ii) el de OEIS y (iii) el de riesgos sistémicos.

15 Véase la Declaración del Consejo de Gobierno del BCE sobre políticas macroprudenciales, 15 de diciembre de 2016.

Los colchones de OEIS exigidos en 2019 difieren notablemente entre países.



FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico, Autoridad Bancaria Europea, autoridades nacionales y elaboración propia.

a Cada marcador representa una calibración utilizada para al menos una OEIS en cada país. Los marcadores azules denotan el nivel del colchón de OEIS de aquellas entidades que son también EISM. Los marcadores en amarillo indican a los países que no han implementado el colchón de OEIS, habiendo optado en su lugar por el colchón de capital para riesgos sistémicos. Entre países figura el número de OEIS identificadas en cada país para 2019. Los asteriscos indican los países cuyo periodo de implementación regulatorio de colchones de OEIS aún no concluido a 1 de enero de 2019.

política macroprudencial fijadas por las autoridades nacionales. Como resultado de su evaluación, el BCE no ejerció su derecho a endurecer las medidas propuestas y adoptadas por el Banco de España.

**El Banco de España hace seguimiento de las medidas macroprudenciales adoptadas en otros Estados miembros de la UE y, en particular, evalúa aquellas susceptibles de reciprocidad voluntaria en España.** La legislación comunitaria contempla la posibilidad de extender el ámbito de aplicación de determinadas medidas macroprudenciales implantadas por las autoridades nacionales para hacer frente a riesgos sistémicos identificados a nivel de un Estado miembro, en base al artículo 458 del Reglamento (UE) n° 575/2013. Para ello, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) debe emitir una recomendación instando a las autoridades nacionales a evaluar la materialidad de dicha medida sobre sus propias entidades. A finales de 2018 la JERS emitió una recomendación<sup>16</sup> relativa a una medida introducida en Francia consistente en el endurecimiento (hasta el 5 % sobre el capital admisible) del límite de grandes exposiciones por parte de entidades de importancia sistémica frente a sociedades no financieras radicadas en ese país y consideradas como altamente endeudadas en base a unos criterios predefinidos. El Banco de España evaluó dicha medida y, de conformidad con las orientaciones sobre materialidad de la JERS, decidió no proceder con la reciprocidad y, por tanto, no modificar el límite de grandes exposiciones de las entidades españolas de importancia sistémica frente a sociedades no financieras radicadas en Francia y consideradas altamente endeudadas<sup>17</sup>.

### 3.3 Alertas y recomendaciones

**A la vista de los análisis presentados en este capítulo y los anteriores, no parece necesario emitir ninguna alerta o recomendación a nivel macroprudencial.** Sin embargo, sí resulta necesario mantener un seguimiento estrecho de la evolución del crédito al consumo, así como del mercado inmobiliario, prestando atención especial

<sup>16</sup> Recomendación JERS/2018/8, de 5 de diciembre de 2018, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial.

<sup>17</sup> Para más detalles, véase la sección de medidas de política macroprudencial en el sitio web del Banco de España: <https://www.bde.es/bde/es/areas/estabilidad/politica-macrop/>

a los criterios de concesión del crédito en estos sectores. Por otro lado, es importante que las entidades estimen adecuadamente el riesgo legal que puede implicar un potencial aumento de la litigiosidad con la clientela. Además, las entidades deben continuar reforzando su capital y mejorando su rentabilidad, diversificando sus ingresos y reduciendo racionalmente sus costes.

**El impacto potencial de los riesgos sobre el sistema financiero está fuertemente condicionado por las vulnerabilidades estructurales de la economía española.** Entre éstas, cabe destacar el elevado nivel de endeudamiento público y la fuerte posición exterior deudora neta aún existente. Respecto al endeudamiento privado, es deseable que continúe el proceso de desapalancamiento gradual iniciado tras la última crisis. Asimismo, resulta necesario continuar analizando en profundidad la heterogeneidad observada en estas variables, especialmente el impacto que pueda representar la situación de mayor vulnerabilidad que se ha identificado en los hogares de rentas más bajas.





## 4 ANEJOS

BALANCE CONSOLIDADO  
ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 1

Activo	dic-18	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-18 / dic-17	dic-17	dic-18
		%	%	%
Caja y bancos centrales	258.070	4,1	7,0	7,3
Entidades de crédito	191.591	9,2	5,0	5,4
Crédito a las Administraciones Públicas	97.036	-12,0	3,1	2,7
Crédito al sector privado	2.072.769	2,9	57,0	58,4
Valores de renta fija	495.939	0,1	14,0	14,0
Otros instrumentos de capital	33.351	-31,1	1,4	0,9
Participaciones	25.094	-1,3	0,7	0,7
Derivados	133.924	-4,7	4,0	3,8
Activo material	49.401	2,5	1,4	1,4
Resto del activo	192.939	-15,2	6,4	5,4
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.550.114</b>	<b>0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Pro memoria				
Financiación al sector privado	2.158.672	2,7	59,5	60,8
Financiación a las Administraciones Públicas	480.375	-1,2	13,8	13,5
Activos dudosos totales	99.249	-14,4	3,3	2,8
Ratio de morosidad total	3,2	-61 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	dic-18	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-18 / dic-17	dic-17	dic-18
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	234.649	1,5	6,5	6,6
Depósitos de entidades de crédito	274.609	-4,6	8,1	7,7
Depósitos de las Administraciones Públicas	104.694	11,7	2,7	2,9
Depósitos del sector privado	1.979.557	1,1	55,4	55,8
Valores negociables y financiación subordinada	408.247	6,6	10,8	11,5
Derivados	127.280	-6,4	3,8	3,6
Provisiones (incluye pensiones)	30.761	-8,7	1,0	0,9
Resto del pasivo	128.573	-13,0	4,2	3,6
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.288.370</b>	<b>0,5</b>	<b>92,6</b>	<b>92,6</b>
Pro memoria				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	167.588	-1,7	4,8	4,7
Fondos propios	269.416	1,5	7,5	7,6
Intereses minoritarios	22.019	-13,4	0,7	0,6
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-29.691	3,1	-0,8	-0,8
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>261.744</b>	<b>-0,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.550.114</b>	<b>0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de diciembre de 2018.  
b Diferencia calculada en puntos básicos.

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

ANEJO 2

	dic-18		dic-17	dic-18
	m€	% Var. dic-18 / dic-17	% ATM	% ATM
Productos financieros	109.249	-0,7	3,08	3,09
Costes financieros	37.840	-3,8	1,10	1,07
Margen de intereses	71.409	1,0	1,98	2,02
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.025	-20,8	0,04	0,03
Margen de intermediación	72.434	0,7	2,01	2,05
Resultados de entidades por el método de la participación	3.670	-2,1	0,10	0,10
Comisiones netas	26.517	3,6	0,72	0,75
Resultado de operaciones financieras	4.699	-25,5	0,18	0,13
Otros resultados de explotación (neto)	-2.982	—	-0,07	-0,08
Margen bruto	104.338	-0,7	2,94	2,95
Gastos de explotación	53.218	-1,0	1,50	1,50
Margen de explotación	51.120	-0,5	1,44	1,44
Pérdidas por deterioro	15.280	-16,3	0,51	0,43
Otras dotaciones a provisiones (neto)	3.721	-28,3	0,15	0,11
Otros resultados (neto)	-787	—	-0,07	-0,02
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	31.333	23,1	0,71	0,89
Resultado neto	22.128	19,2	0,52	0,63
Pro memoria				
Resultado atribuido a la entidad dominante	19.438	24,8	0,44	0,55

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).

