

**INFORME DE ESTABILIDAD
FINANCIERA**

11/2016

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



Fecha de cierre de este Informe: 28 de octubre de 2016.

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

© Banco de España, Madrid, 2016

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS (*)

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

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

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

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

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

ÍNDICE

RESUMEN 11

1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS	15	1.1 Entorno exterior del área del euro	15
		1.2 Los mercados financieros en la UEM y en España	20
		1.3 El entorno macroeconómico en la UEM y en España	22
2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA	27	2.1 Evolución de los riesgos bancarios	27
		2.2 Rentabilidad	52
		2.3 Solvencia	57
		2.4 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español ante escenarios macroeconómicos adversos	63
3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL	71	3.1 Análisis de riesgos macroprudenciales	71
		3.2 Decisiones e iniciativas macroprudenciales	72
4 ANEJOS	79	Anejo 1. Balance consolidado	79
		Anejo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada	80

RESUMEN

1 Rasgos principales

Durante los últimos meses, a pesar de la incertidumbre generada por ciertos acontecimientos geopolíticos, con un apoyo adicional de las políticas monetarias, los mercados financieros nacionales e internacionales han mostrado una relativa estabilidad. Dicha estabilidad se ha reflejado en unos niveles reducidos de volatilidad, caídas generalizadas en las primas de riesgo, descensos en las rentabilidades de la deuda pública y privada y revalorizaciones de los índices bursátiles. Por su parte, las valoraciones de los pasivos emitidos por el sector bancario, en particular el europeo, han continuado mostrando una sensibilidad alta. Esta evolución es un reflejo de la preocupación de los mercados sobre las perspectivas de rentabilidad del sector en un contexto de crecimiento económico débil, de compresión de los márgenes de intermediación, de un todavía elevado nivel de activos dudosos en algunos sistemas bancarios, así como de unas mayores exigencias regulatorias.

La actividad económica mundial ha seguido mostrando un crecimiento muy moderado como resultado de la ralentización en las economías avanzadas y la estabilización de las emergentes. Además, durante los últimos meses, las perspectivas económicas a nivel internacional han continuado revisándose a la baja. Por su parte, la economía española ha mostrado una fortaleza mayor de la esperada durante la primera mitad de este año, registrando tasas de crecimiento intertrimestral del 0,8 % en los dos primeros trimestres. Los datos de la estimación avance del INE del PIB del tercer trimestre evidencian un crecimiento notable (0,7 %), aunque algo inferior al de los trimestres precedentes. A medio plazo se prevé una desaceleración gradual sustentada en el agotamiento de algunos impulsos expansivos recientes, tales como la caída de los precios del petróleo, la considerable laxitud de las condiciones de financiación, la depreciación del tipo de cambio, y el tono expansivo de la política fiscal.

La actividad de las entidades de depósito españolas ha mantenido el modesto crecimiento mostrado en los últimos Informes de Estabilidad Financiera (IEF). En concreto, su activo consolidado ha crecido un 0,4 % en junio de 2016 en tasa interanual y se debe esencialmente a su actividad internacional, que compensa los efectos de la reducción de los préstamos a empresas y familias en el negocio bancario en España. En este contexto de actividad reducida y bajos tipos de interés, el resultado consolidado durante el primer semestre de este año ha caído un 23,6 %, lo que supone unos niveles de rentabilidad de sus fondos propios en torno al 6 %. Las menores pérdidas por deterioro de activos (-21,4 % en provisiones), han permitido compensar, hasta cierto punto, la reducción de márgenes. En los negocios en España la situación es parecida con un estrechamiento del margen de intereses de un 9,4 % respecto al obtenido en el primer semestre del año pasado. En cualquier caso, la mejora de la actividad económica en España ha permitido continuar disminuyendo el volumen de activos dudosos y refinanciados en las entidades de depósito. En particular, los activos dudosos se han reducido un 38 % desde diciembre de 2013.

La solvencia de las entidades españolas sigue superando con holgura los mínimos regulatorios. Así la ratio de capital ordinario de nivel 1, CET1, a junio de 2016 alcanzó el 12,4 %. Adicionalmente, una evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español que se describe en este Informe, muestra que, a nivel agregado, ante un escenario macroeconómico adverso, el sistema bancario español experimentaría, al final del horizonte temporal fijado, una reducción significativa en sus niveles de capital, pero aun así, lograría mantener un nivel de solvencia por encima del mínimo regulatorio exigible. Esta conclusión

coincide con la derivada del ejercicio de estrés realizado por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) para una muestra de bancos europeos representativos (de ellos seis españoles).

2 Factores de Riesgo

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

FACTORES DE RIESGO (a)

CUADRO 1

1	Baja rentabilidad del negocio bancario doméstico en un entorno de tipos de interés muy reducidos, un volumen de actividad bancaria aún en descenso y un nivel de activos no productivos todavía elevado, aunque en fase de continuado descenso.
2	Deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía nacional e internacional, afectando a aquellas en las que las entidades españolas tienen exposiciones significativas.
3	Corrección a la baja en los precios de los activos financieros, tanto valores de renta fija como de renta variable, como resultado de un aumento en las primas de riesgo.

FUENTE: Banco de España.

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

Estos tres factores de riesgo coinciden con los señalados en el IEF anterior y, como ya se comentó, dichos factores están interrelacionados entre sí, de modo que la materialización de alguno de ellos puede traer como consecuencia el relanzamiento de cualquiera de los otros dos. Dichos factores de riesgo afectan, en mayor o menor medida, al resto de las economías del entorno de la española, de modo que las diferentes autoridades europeas los señalan como los principales riesgos que afectan al conjunto del sistema bancario europeo. En el ámbito interno, persisten también ciertos elementos de riesgo ligados a la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas.

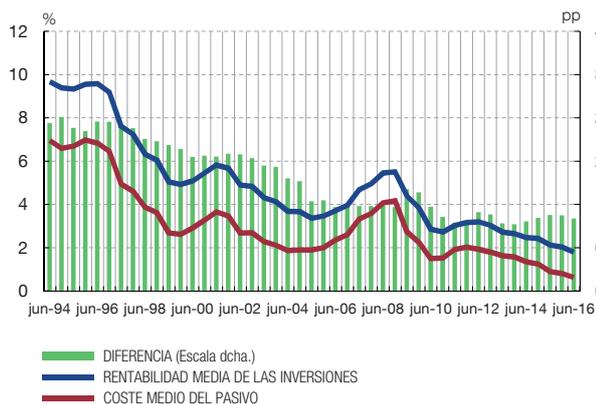
2.1 BAJA RENTABILIDAD DEL NEGOCIO BANCARIO ESPAÑOL

El entorno actual de tipos de interés muy reducidos, junto con el volumen de actividad bancaria nueva aún muy limitado y la existencia de un nivel todavía elevado de activos no productivos, presionan a la baja la capacidad de generación de resultados de las entidades de depósito españolas. El gráfico A muestra que, en línea con la caída de los tipos de interés de mercado, descienden tanto la rentabilidad del activo como el coste del pasivo, si bien el margen de caída de este último tiende a estrecharse a medida que los tipos de interés de los depósitos minoristas, que constituyen el grueso de los pasivos, se acerca a cero. Esta evolución, junto con otros factores, se traduce en que el margen de intereses por unidad de activo se sitúa cerca de sus niveles mínimos históricos.

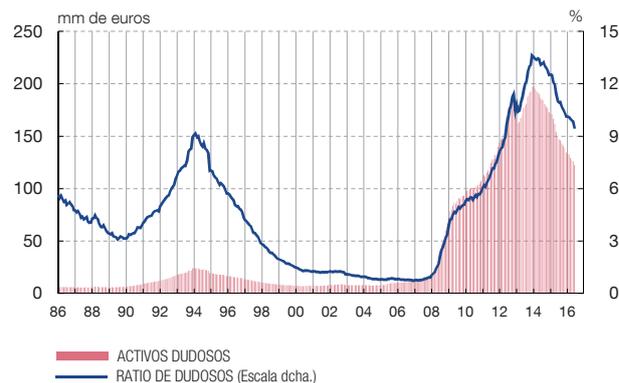
El volumen elevado de activos no productivos en los balances bancarios presiona a la baja la cuenta de resultados (gráfico B). De todas formas, la destacable y continuada reducción del volumen de activos calificados como dudosos a raíz de la mejora en las condiciones macroeconómicas y las menores cargas por intereses asociadas a préstamos con menores tipos consecuencia de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE), mitiga la presión que, vía márgenes, tiene lugar en la cuenta de resultados de las entidades españolas.

En este contexto de márgenes deprimidos que, previsiblemente, se prolongue en el tiempo, es de esperar que las entidades perseveren en sus esfuerzos por aumentar la eficiencia mediante la reducción de sus costes, a la vez que exploren fuentes alternativas de recursos. También, en determinados casos, podrían considerar posibles operaciones corporativas, que en sí mismas suelen permitir ganancias de eficiencia a medio plazo.

A DIFERENCIA ENTRE LA RENTABILIDAD MEDIA DE LAS INVERSIONES Y EL COSTE MEDIO DEL PASIVO
Negocios en España, DI



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



FUENTE: Banco de España.

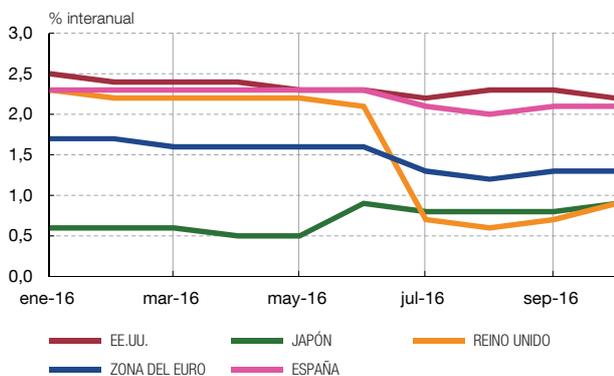
2.2 DETERIORO DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL Y ESPAÑOLA

La actividad económica global ha continuado mostrando un crecimiento muy modesto, como consecuencia de la desaceleración generalizada de las economías avanzadas y de la estabilización del ritmo de crecimiento de las economías emergentes. Además, las perspectivas de crecimiento han seguido revisándose a la baja (véanse gráficos C y D). Detrás de este comportamiento de la actividad económica mundial se encuentran diferentes factores tanto estructurales como coyunturales. En el caso de la economía española, el crecimiento económico durante los últimos trimestres ha continuado siendo relativamente elevado, si bien se prevé una desaceleración gradual durante 2017 y 2018.

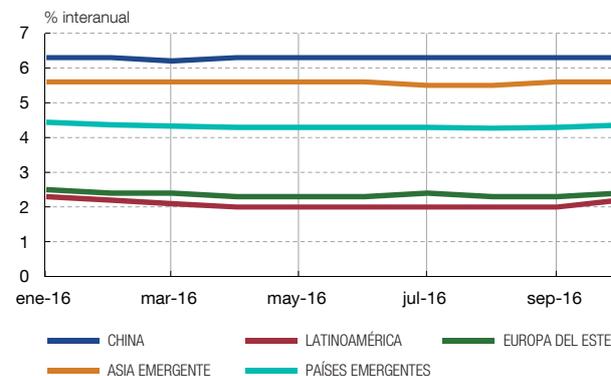
Sobre este escenario central de crecimiento económico a nivel nacional e internacional, los riesgos de que se produzca una evolución más desfavorable siguen siendo más relevantes que los que apuntan en la dirección contraria. En concreto, a nivel global, existen riesgos vinculados tanto a un deterioro de las perspectivas macroeconómicas de algunas economías emergentes más vulnerables como a las tensiones geopolíticas. Dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM), caben destacar los vinculados a la negociación pendiente para la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), las diversas citas electorales próximas, las cuestiones migratorias y los problemas de seguridad, y su posible efecto sobre la confianza de los agentes.

Además de los factores externos anteriores, la economía española está expuesta a riesgos de naturaleza interna, entre los que destacan los vinculados con la incertidumbre acerca del

C ECONOMÍAS AVANZADAS. PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2017



D ECONOMÍAS EMERGENTES. PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2017



FUENTE: Consensus Forecasts.

curso futuro de las políticas económicas, en particular, acerca de las eventuales medidas presupuestarias que son necesarias para satisfacer los objetivos de déficit público hasta 2018 acordados por el Consejo Europeo en agosto y de las reformas estructurales que precisa nuestra economía para aumentar su crecimiento potencial.

La materialización de alguno de los riesgos anteriores podría tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico en España, o en países con los que la banca española tiene exposición, lo que tendría un efecto adverso sobre la calidad de sus activos.

2.3 RIESGOS EN TORNO A LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

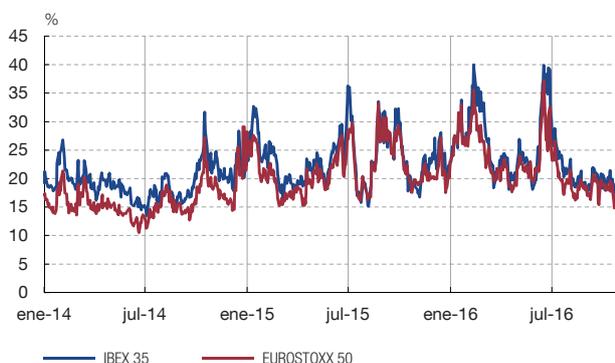
La evolución reciente de los mercados financieros nacionales e internacionales se caracteriza por una relativa estabilidad, que se refleja en unos niveles reducidos de volatilidad, tanto de la renta fija como de la renta variable, en caídas generalizadas en las primas de riesgo y descensos en las rentabilidades de la deuda pública y privada (véanse gráficos E y F), y en una recuperación especialmente intensa en los mercados financieros de aquellos países emergentes que habían sido considerados como más vulnerables. A pesar de la relativa estabilidad actual, la evolución futura de los precios de los activos está condicionada por los posibles cambios en las expectativas de los agentes o en su actitud frente al riesgo, especialmente en un contexto en el que las valoraciones de algunos instrumentos han alcanzado los niveles más elevados de los últimos años. Así, por ejemplo, una eventual materialización de algunos de los riesgos para el crecimiento económico señalados anteriormente podría conducir a una corrección de las cotizaciones. Tal corrección se traduciría en un deterioro del activo y en un empeoramiento de las condiciones de financiación y que afectaría, en mayor o menor medida, al conjunto de todos los sectores económicos, incluyendo al sector financiero, con el efecto inmediato de un empeoramiento en sus perspectivas de rentabilidad.

Como en anteriores ocasiones, los riesgos señalados anteriormente se analizan en mayor detalle a lo largo de este IEF tratando de mostrar el posible impacto de los mismos en el sistema financiero, en particular en la actividad realizada por las entidades de depósito españolas, y su potencial repercusión en su situación de solvencia.

3 Análisis y política macroprudencial

El capítulo 3, siguiendo la línea establecida en el anterior IEF, se dedica a describir la orientación de política macroprudencial seguida por el Banco de España en los últimos meses. En concreto, para el último trimestre de 2016, la decisión ha sido la de mantener en el 0% el porcentaje del colchón de capital anticíclico aplicable a las exposiciones crediticias en España basada en el análisis técnico de indicadores cuantitativos específicos, además de en información cualitativa y juicio experto. Adicionalmente también se incluye una descripción del marco de reciprocidad de medidas macroprudenciales en la UE.

E VOLATILIDAD IMPLÍCITA



F COSTE DE EMISIÓN DE BONOS GARANTIZADOS



FUENTE: Datastream.

1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS

1.1 Entorno exterior del área del euro

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han seguido revisando a la baja...

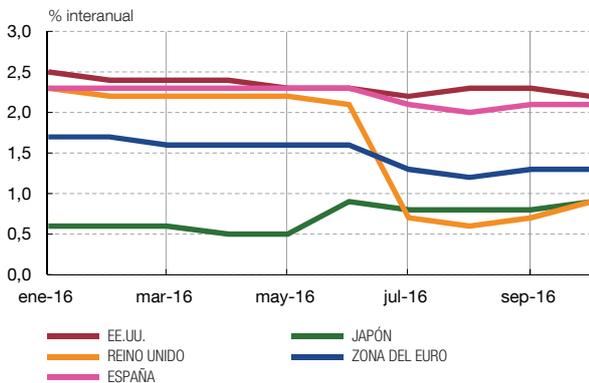
Desde la publicación del último IEF la actividad económica global ha continuado mostrando un crecimiento muy modesto, inferior incluso al del año 2015. Esto ha sido consecuencia de la desaceleración generalizada de las economías avanzadas y de la estabilización, dentro de la heterogeneidad, del ritmo de crecimiento de las economías emergentes.

Además, las perspectivas económicas han seguido revisándose a la baja (véanse gráficos 1.1.A y B), en un contexto económico caracterizado por bajas tasas de inflación y tipos de interés muy reducidos. Detrás de este comportamiento tan débil de la actividad económica mundial se encuentran factores de largo plazo que limitan la expansión de la oferta, como el envejecimiento de la población, la incidencia del paro de larga duración o la desaceleración de la productividad, que se retroalimentan con la persistente debilidad de la demanda, en especial de la inversión, en claro contraste con la mejora de las condiciones de financiación (véanse gráficos 1.1.C y D). A estos factores se ha añadido más recientemente una notable debilidad del comercio mundial, que también puede estar reflejando un cierto estancamiento en la integración global y un cierto repunte en las políticas proteccionistas.

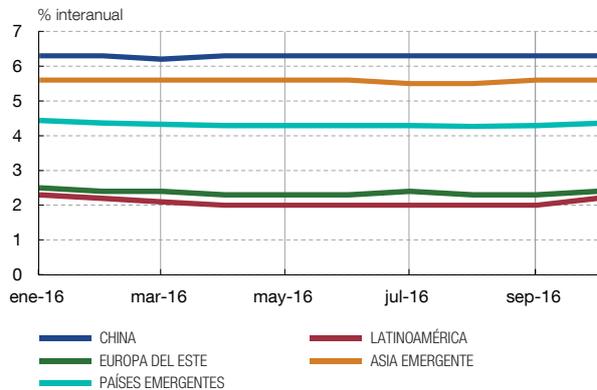
CRECIMIENTO DEL PIB, PRODUCTIVIDAD Y TASAS DE INVERSIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS

GRÁFICO 1.1

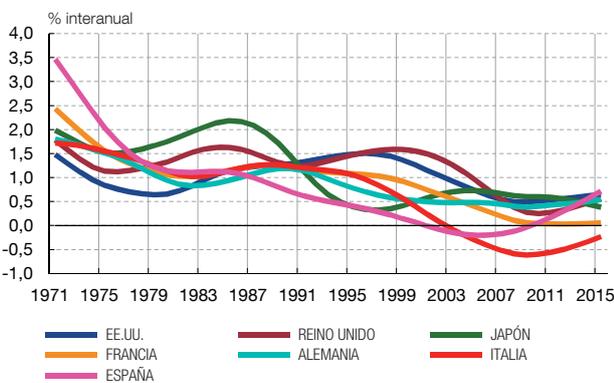
A ECONOMÍAS AVANZADAS. PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2017



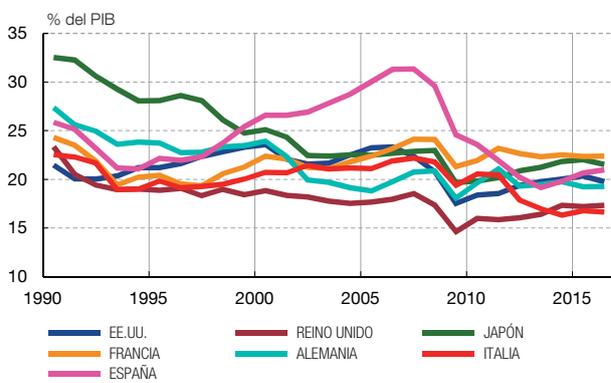
B ECONOMÍAS EMERGENTES. PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2017



C CRECIMIENTO TENDENCIAL DE LA PRODUCTIVIDAD



D TASAS DE INVERSIÓN



FUENTES: Consensus Forecasts, AMECO, OCDE y WEO (abril de 2016).

...a la vez que se han materializado algunos focos de incertidumbre económica y geopolítica

El inesperado resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE generó importantes turbulencias en los mercados financieros e indujo un cierto pesimismo en las expectativas de los agentes. Sin embargo, los mercados se recuperaron de forma relativamente rápida, y los indicadores económicos más recientes parecen apuntar a un mayor dinamismo en la segunda mitad del año. Incluso en el caso de Reino Unido, los indicadores de confianza parecen haber recuperado parte de sus caídas tras el referéndum y el impacto económico a corto plazo parece ser menos intenso de lo esperado. Con todo, los efectos de la incertidumbre sobre la eventual salida de la UE y el nuevo marco de relaciones que se establezcan en el futuro han llevado a revisar a la baja el crecimiento esperado en este país en los próximos años y de manera más marginal en las economías con lazos más estrechos con la británica (véase Recuadro 1.1).

El resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE ha creado un nuevo escenario económico y político para este país, que, dados los vínculos comerciales y financieros de esta economía con el resto del mundo —especialmente con los países europeos—, puede acabar teniendo repercusiones de mayor alcance.

En el corto y medio plazo, se esperaba que la economía del Reino Unido experimentase un endurecimiento de las condiciones financieras (aumento de primas de riesgo y del coste de la financiación, menor disponibilidad de fondos), un efecto negativo sobre el precio de los activos (especialmente en el sector residencial e inmobiliario) y un deterioro de la confianza de los agentes, que deprimirían su demanda interna. La depreciación de la libra y la consecuente mejora de la competitividad de los productos allí fabricados permitiría compensar en parte estos efectos, así como una relajación adicional de la política monetaria, que, más adelante, también podría verse apoyada por una política fiscal más expansiva. Obviamente, tanto la menor demanda interna del Reino Unido como sus ganancias de competitividad harían que la producción doméstica de los países con mayores vínculos comerciales también se ajustara a la baja.

A más largo plazo, los efectos en la capacidad productiva del Reino Unido son más difíciles de anticipar, ya que, en gran medida, dependen del marco de relación comercial y financiera que acabe teniendo el Reino Unido no sólo con la UE sino también con otras importantes áreas económicas como Estados Unidos o las economías asiáticas. En cualquier caso, no sería descartable un aumento de las barreras arancelarias y no arancelarias, que incidiría negativamente sobre las ventas al exterior de los productores británicos¹. Adicionalmente, la prestación de servicios financieros desde el Reino Unido podría verse afectada, en especial en el caso de aquellas actividades que en la actualidad se benefician del pasaporte europeo para acceder a los países de la UE. Por otro lado, dado el tamaño y los vínculos comerciales de la economía británica con otros países cabe esperar que la actividad en estos últimos también pudiera resentirse, si bien, en algunos ca-

sos pueden producirse efectos positivos derivados de una posible deslocalización de actividades fuera del Reino Unido.

Se han realizado numerosos trabajos tratando de cuantificar la magnitud de todos estos efectos. El impacto, según estos estudios oscila entre un -1 % y -6 %² sobre el nivel del PIB de la economía británica en 2018, en función del escenario e hipótesis contemplados. Por su parte, las consecuencias para la economía mundial serían de una magnitud inferior (-0,1 % a -0,3 %, sobre el PIB mundial en 2018), si bien, lógicamente existen importantes diferencias por países en función de los vínculos que mantienen con el Reino Unido.

La reacción inicial de los mercados ante el resultado del referéndum refleja lo inesperado del mismo y las numerosas incertidumbres que plantea. Así, durante las dos sesiones posteriores al día del referéndum se produjeron aumentos generalizados en la aversión al riesgo y huida hacia valores de calidad que se concretaron en un descenso de la rentabilidad de las principales referencias soberanas, incluida la deuda de Reino Unido, y caídas generalizadas de los índices bursátiles, en especial en la zona del euro y Reino Unido (el índice EuroStoxx 50 cayó un 11,2 % y el FTSE 250 un 13,7 %). En EEUU y Japón la reacción fue más contenida, lo mismo que sucedió con el índice FTSE 100, compuesto por empresas con un mayor peso de la actividad internacional y de ventas en mercados exteriores. Los índices bursátiles del sector bancario tuvieron una reacción muy negativa, especialmente en el caso de los bancos europeos (el índice EuroStoxx de bancos registró una caída del 23 %). Los bancos británicos también soportaron un fuerte impacto, con un descenso medio en su cotización del 32,3 %, que fue mucho más tenue en el caso de bancos como HSBC y Standard Chartered, que tienen un importante volumen de negocio fuera de Reino Unido. En el caso de los bancos de EEUU el efecto en sus cotizaciones fue mucho menor.

1 Es posible que el descenso del comercio se note ya a corto plazo, en la medida que se vaya anticipando esta pérdida futura de mercados y se inicie una reordenación de los procesos de producción globales.

2 Véase FMI (2016), "Macroeconomic implications of the United Kingdom leaving the European Union", UK Article IV Consultation, Selected Issues, June.

Gráfico A
ÍNDICES BURSÁTILES

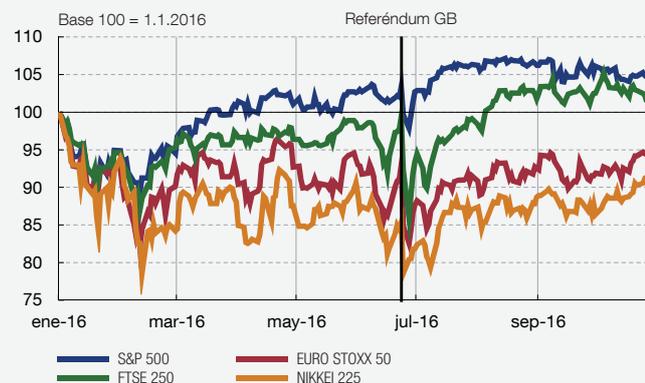
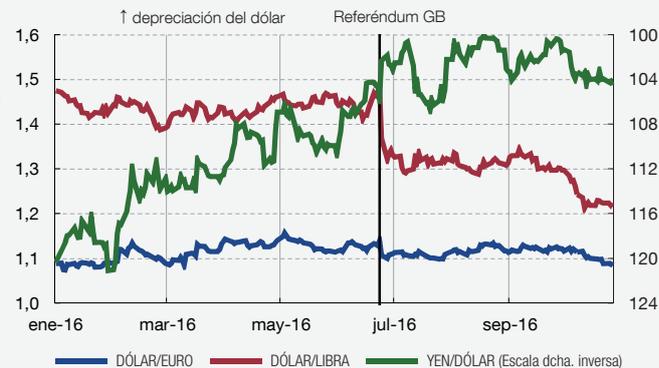


Gráfico B
TIPOS DE CAMBIO SPOT



FUENTE: Datastream.

Tras estas turbulencias iniciales, la reacción de los mercados se enmarcó en un contexto en el que se redujo la incertidumbre política en el Reino Unido con el nombramiento de un nuevo Gobierno que ha entrado en un proceso dilatado para llevar a cabo el Brexit, al tiempo que el Banco de Inglaterra introdujo varias medidas de estímulo. Esta situación vino acompañada, tal y como se comenta en el texto, por una expectativa de políticas monetarias más acomodaticias por más tiempo en la mayoría de los países. Ello pudo facilitar que se recuperara el apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad. De hecho, la mayoría de los índices bursátiles han superado ya los niveles previos al referéndum, con la excepción de las cotizaciones de los bancos británicos y europeos, que aún no han revertido completamente. Por su parte, en los mercados

de divisas la libra corrigió parcialmente la depreciación que había sufrido y se normalizó la volatilidad en este mercado que había aumentado de forma extraordinaria en el período previo al referéndum y en los días siguientes.

En cualquier caso, y a pesar de la recuperación posterior de los mercados, las dudas sobre la forma de llevar a cabo la salida del Reino Unido de la UE y los efectos económicos y financieros que se deriven de la misma siguen latentes, por lo que no se puede descartar que conforme se vaya avanzando en las negociaciones y se vaya constatando los efectos de esta decisión en variables como la inversión o los flujos de capital, surjan nuevos episodios de volatilidad o correcciones en los mercados financieros.

A esto cabe sumar la incertidumbre sobre los resultados y las políticas que se deriven de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, las dudas sobre el proceso de transición en el modelo de crecimiento de China, los posibles efectos sobre los mercados financieros de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la persistencia de tasas de inflación muy reducidas que pueden acabar desanclando las expectativas de inflación, y, finalmente, distintos riesgos de carácter geopolítico. Todos estos factores pueden tener un impacto en mayor o menor medida sobre los mercados financieros internacionales y sobre la actividad económica mundial.

En este contexto, la política monetaria mantiene una orientación muy expansiva...

El débil crecimiento, la baja inflación y la posible materialización de algunas perturbaciones adversas, sugieren que el tono de las políticas monetarias seguirá siendo muy acomodaticio, en especial en las economías avanzadas, aunque con la significativa excepción de Estados Unidos, cuyo ciclo está más avanzado. En efecto, en este país se espera que prosiga el proceso de subidas de los tipos de interés oficiales, si bien a un ritmo gradual y pausado. En el resto de las principales economías avanzadas se han adoptado, o se espera que se adopten, nuevas medidas expansivas. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra introdujo un potente paquete de relajación monetaria en su reunión de agosto en respuesta al resultado del referéndum, que incluye un recorte en el tipo oficial hasta el 0,25 %, un programa de préstamo a plazo (*Term Funding Scheme*) y un aumento de las compras de activos, incluido un nuevo

programa de compra de bonos privados. Por su parte, el Banco de Japón introdujo cambios importantes en su estrategia de política monetaria tras el proceso de evaluación de sus programas. En concreto, la nueva estrategia se basa en dos pilares: el control de la pendiente de la curva de rendimientos y el compromiso de superación del objetivo de inflación (*inflation overshooting*), que implica expandir la base monetaria hasta que la inflación supere el objetivo (2%) y se mantenga por encima del mismo de forma estable.

...propiciando una evolución favorable de la mayoría de los mercados financieros,...

El tono acomodaticio de la política monetaria y el activismo de los bancos centrales es uno de los factores que puede explicar la rápida recuperación, o incluso la falta de reacción de los mercados financieros internacionales a la materialización de diversos focos de incertidumbre durante este periodo (gráfico 1.2). Esto contrasta con lo ocurrido en la primera parte del año, cuando la caída del precio del petróleo y las tensiones financieras relacionadas con China se tradujeron en una mayor sensibilidad y repuntes de volatilidad ante noticias negativas (véase IEF de mayo de 2016), si bien también estos riesgos tenían un carácter más sistémico.

Esta situación de relativa estabilidad y de caídas en las primas de riesgo en los mercados financieros es bastante generalizada por activos financieros y áreas económicas. Así, los índices bursátiles han mostrado ganancias generalizadas —incluso el índice S&P de EEUU marcó niveles máximos históricos— y las volatilidades, tanto de renta variable como de renta fija y en los mercados cambiarios, están en niveles muy reducidos. Además, se han producido descensos generalizados en las rentabilidades de la deuda corporativa estadounidense de peor calificación crediticia y en los diferenciales de deuda de las economías emergentes, entre otros indicadores. Esta evolución se ha producido en un contexto de debilidad del crecimiento esperado y de revisión a la baja en las perspectivas de rentabilidad empresarial lo que sugiere que en los desarrollos recientes han debido pesar más los elementos ligados con los menores factores de descuento y/o con el mayor apetito por el riesgo de los inversores.

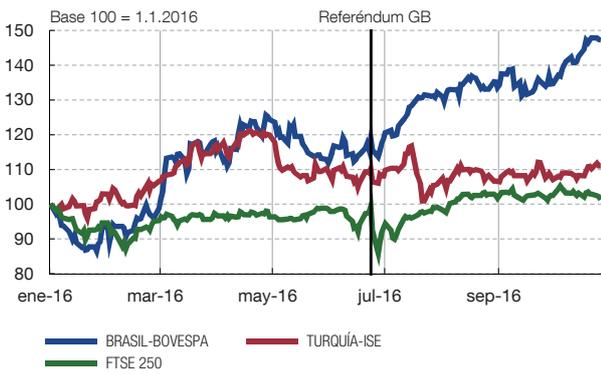
Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo también descendieron de forma generalizada, con especial intensidad en el caso del Reino Unido como consecuencia de los efectos del resultado del referéndum y las medidas implementadas por el Banco de Inglaterra. Detrás de estos movimientos se encuentra no solo un descenso de las expectativas de inflación a largo plazo sino también una caída en las primas de plazo.

...aunque los valores del sector bancario siguen presentando una evolución menos favorable

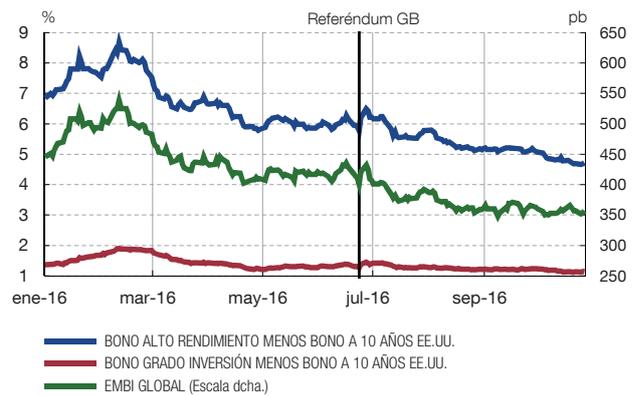
En el caso del sector bancario, las cotizaciones han continuado siendo sensibles a las dudas del mercado sobre las perspectivas de rentabilidad del sector, en un contexto en el que sus márgenes van a estar presionados por el entorno de tipos de interés bajos, el aplanamiento de las curvas de rentabilidad, el significativo volumen de activos improductivos, las débiles perspectivas de crecimiento económico, las mayores exigencias regulatorias y la competencia creciente de otros agentes. La compresión de las rentabilidades de la deuda a largo plazo está afectando especialmente a inversores institucionales como fondos de pensiones y aseguradoras. Finalmente, la reforma de los fondos del mercado monetario en EEUU ha provocado tensiones en el Libor y en el coste de la financiación en dólares de los bancos internacionales. Dicha reforma, que entró en vigor en octubre de este año, está diseñada para minimizar el riesgo de huida de inversores de estos fondos en periodos de crisis y aumentar su transparencia, estando acotada a los *prime Money Market Funds*¹. No obstante, aparte de estos movimientos puntuales, no parece probable que vaya a afectar al resto de mercados monetarios.

¹ Los *prime Money Market Funds* son un tipo de fondo de inversión de EEUU que invierte principalmente en valores a corto plazo de entidades financieras y no financieras. Las medidas de la reforma afectan a este tipo de fondos (*Prime Money Market*), si bien algunas de ellas, como la imposición de congelación de los reembolsos o comisiones de liquidez durante periodos de turbulencias pueden ser aplicadas de modo voluntario por los fondos que invierten principalmente en activos emitidos por el gobierno.

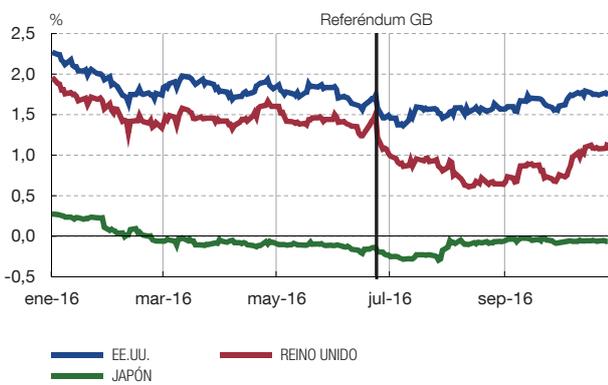
A ÍNDICES BURSÁTILES



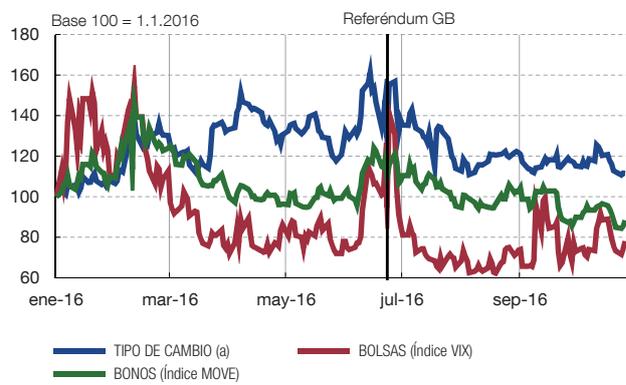
B DIFERENCIALES CORPORATIVOS EN EE.UU. Y EMBI GLOBAL



C TIPOS DE INTERÉS BONOS A 10 AÑOS



D ÍNDICES DE VOLATILIDADES IMPLÍCITAS



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



F EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EE.UU. - Prob(Inf<2)



FUENTES: Datastream, Bloomberg, Reserva Federal de Nueva York y Banco de España.

a Promedio de las volatilidades a 3 meses de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.

La actitud de búsqueda de rentabilidades también se ha extendido a los mercados emergentes,...

Por su parte, en los mercados emergentes, la evolución fue estabilizándose tras las turbulencias de principios de año y los meses más recientes se han caracterizado por un comportamiento netamente positivo, con importantes subidas de las bolsas, apreciación generalizada de los tipos de cambio y compresión de los diferenciales soberanos y corporativos, en un contexto de retorno de los flujos de capital hacia las economías emergentes.

En esta evolución han influido principalmente los factores de carácter global ya mencionados, pero también otros más específicos como la estabilización de los mercados financieros chinos o los desarrollos en la situación política en Brasil.

...en un contexto de cierta mejoría en las perspectivas económicas...

Cuantitativamente, las perspectivas para las economías emergentes no son muy diferentes respecto a la situación reflejada en el anterior IEF, si bien, cualitativamente, parece estar teniendo lugar un cambio de sentimiento, que, de persistir, podría terminar traducándose en una mejora de las perspectivas de crecimiento. En este sentido, las economías de Asia emergente anotaron en su mayoría un mayor avance del PIB en el segundo trimestre; en China el crecimiento se estabilizó, aunque se apoyó en un fuerte aumento del crédito. En América Latina parece que el ciclo de endurecimiento de las condiciones monetarias ha llegado a su fin, registrándose crecimientos moderados, excepto en los casos de Argentina y Brasil, aún en recesión.

En este último país, los indicadores de mayor frecuencia sugieren que la estabilización de la actividad podría alcanzarse en los próximos trimestres. De hecho, 2017 podría ser el primer año desde 2014 en que Brasil creciera. Sin embargo, esta previsión depende crucialmente de la recuperación de la credibilidad fiscal. El ejecutivo ha propuesto una serie de medidas fundamentales para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas, pero es necesario que se pongan en marcha sin dilación. Además, esto vendría acompañado de un ajuste fiscal gradual a corto plazo.

...si bien, los retos para las autoridades económicas son muy importantes

Durante este período, se abrió un nuevo foco de incertidumbre en torno a la situación política en Turquía, tras el fallido golpe de Estado del 15 de julio. Pese a que los mercados financieros turcos parecen haberse estabilizado tras el impacto inicial, se ha acrecentado la incertidumbre sobre la economía turca, que, pese a mostrar un comportamiento relativamente favorable en los últimos años, sigue presentando una serie de desequilibrios y vulnerabilidades, entre los que destaca el elevado déficit de la balanza por cuenta corriente, cuya financiación es muy sensible a cambios en el sentimiento de los mercados.

1.2 Los mercados financieros en la UEM y en España

Los mercados financieros europeos se vieron inicialmente muy afectados por el resultado del referéndum, mostrando posteriormente una rápida recuperación y una reducción de las primas de riesgo

Los mercados financieros europeos se vieron, en un primer momento, comparativamente muy afectados por el resultado del referéndum en el Reino Unido, si bien posteriormente se recuperaron con cierta rapidez (véase Recuadro 1.1 y gráfico 1.3). Algunos de los factores que ayudan a explicar esta mejoría son la reacción del Banco de Inglaterra, un impacto macroeconómico a corto plazo menor al anticipado en un primer momento y la expectativa del mercado de mantenimiento por un período largo de tipos de interés reducidos a nivel global.

La evolución reciente de los mercados se ha caracterizado por un aumento de las cotizaciones bursátiles y un descenso de las volatilidades y de las rentabilidades de los valores de renta fija (gráfico 1.3). En el mercado español de deuda pública, la rentabilidad del bono a 10 años se sitúa en el entorno del 1,1 %, de modo que el diferencial frente a la deuda alemana equivalente se ha situado en los niveles más reducidos desde la primavera de 2015 (en torno a los 100 pb). En los valores emitidos por el sector privado también se ha observado un descenso importante de los costes de emisión, que ha sido más acusado en el caso de los emitidos por las empresas no financieras, caída que se ha visto impulsada por el programa de compras de valores corporativos del Eurosistema (CSPP, por sus siglas en inglés), que se anunció en marzo y se puso en marcha en junio².

A pesar de la recuperación, las cotizaciones...

En el caso de los valores bancarios, cuyas valoraciones se vieron inicialmente muy afectadas por el resultado del referéndum en el Reino Unido, la recuperación posterior ha sido

² Véase Recuadro 4 del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico del Banco de España de septiembre de 2016.

... de los valores bancarios se sitúan en niveles reducidos y se muestran sensibles a las noticias, lo que refleja la preocupación del mercado sobre las perspectivas de este sector

también notable, si bien se sitúan todavía en niveles reducidos tanto si se compara con su valor en libros como en relación con los registros observados a mediados del pasado año (el índice Eurostoxx de bancos acumuló entre principios de julio de 2015 y finales de octubre de 2016 una pérdida del 32 %, gráfico 1.3.C). La preocupación de los inversores por las perspectivas del sector también se pone de manifiesto en la elevada sensibilidad de las valoraciones a las noticias que proceden del mismo, como se observó tras la publicación por la ABE, a finales de julio de 2016, de los resultados de las pruebas de resistencia.

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

GRÁFICO 1.3

A ÍNDICES BURSÁTILES



B VOLATILIDAD IMPLÍCITA



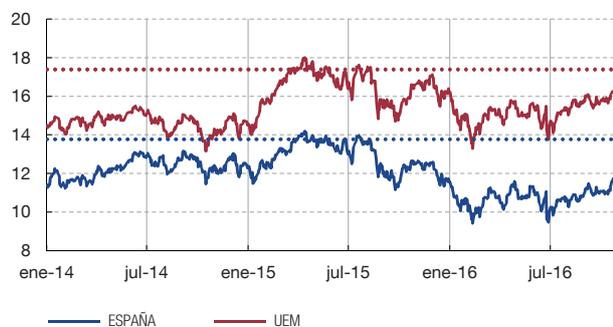
C ÍNDICES BURSÁTILES BANCARIOS



D CDS BANCARIOS A 5 AÑOS



E PER AJUSTADO AL CICLO (a)



F PENDIENTE DE LA CURVA DE TIPOS (b)



FUENTES: Banco de España, Bloomberg y Datastream.

- a El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios. Las líneas de puntos representan las medias históricas desde el 2.1.2005.
- b Diferencia entre el tipo a 10 años y el tipo a 3 meses. Las líneas de puntos representan las medias históricas desde el 1.1.2001.

Las cotizaciones bursátiles no parecen desalineadas con respecto a su relación histórica con los beneficios, las primas de riesgo crediticio se sitúan próximas a los niveles más reducidos de los últimos años, pero por encima de los de antes de la crisis, y las primas por plazo parecen excepcionalmente reducidas

Los indicadores habituales de valoración apuntan a que, en promedio, los precios de las acciones cotizadas no se encuentran desalineados con respecto a su relación histórica con otras magnitudes como los beneficios de las empresas. Así, los ratios entre las cotizaciones bursátiles y los beneficios de las empresas ajustados por el ciclo (PER, por sus siglas en inglés), tanto en el caso del conjunto de las bolsas de la UEM como en el de la española están actualmente en niveles inferiores a los de sus medias históricas (gráfico 1.3.E). Por su parte, las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija pública y privada se encuentran, en general, en torno a los registros más bajos de los últimos años, pero por encima de los observados antes de la crisis. En cambio, las pendientes de las curvas de rentabilidad de las deudas soberanas se sitúan por debajo de su promedio histórico, especialmente las de los activos con mayor calidad crediticia (gráfico 1.3.F). Esto último es, en gran medida, consecuencia del programa de compra de activos del Eurosistema y de las políticas monetarias muy expansivas a nivel global.

La evolución futura del precio de los activos financieros es sensible a cambios en las expectativas de los inversores o en su actitud frente al riesgo

A pesar de la relativa estabilidad actual de los mercados financieros, la evolución futura de los precios de los activos está condicionada por los posibles cambios en las expectativas de los agentes o en su actitud frente al riesgo, especialmente en un contexto en el que las valoraciones de algunos instrumentos han alcanzado los niveles más elevados de los últimos años. Así, por ejemplo, una eventual materialización de determinados riesgos geopolíticos, un deterioro de las perspectivas macroeconómicas, o las posibles dudas de los mercados sobre la capacidad de las políticas económicas para contribuir al crecimiento económico y a la recuperación de tasas de inflación consistentes con las referencias de medio plazo, podrían conducir a una corrección de las cotizaciones. Ello podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los distintos sectores y en pérdidas en las carteras financieras de los inversores.

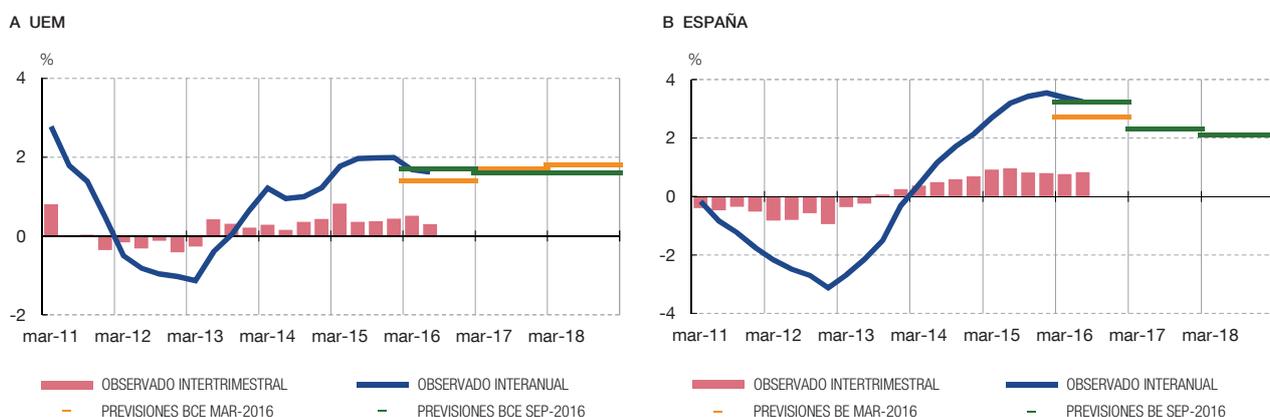
1.3 El entorno macroeconómico en la UEM y en España

Se confirma un escenario central en la UEM de recuperación sostenida pero modesta

El crecimiento intertrimestral del PIB en la UEM entre abril y junio fue menor que el observado tres meses antes (el 0,3%, frente al 0,5% entre enero y marzo), si bien, en el conjunto de los seis primeros meses se registró el mismo ritmo de avance que en la segunda mitad del año anterior. Las últimas previsiones publicadas por el BCE (en septiembre de 2016) apuntan a una continuidad de esta pauta de crecimiento sostenido pero modesto durante los dos próximos años, con tasas de expansión en torno al 1,6% interanual (gráfico 1.4.A). Con respecto a lo anticipado seis meses atrás, la previsión actual supone una revisión al alza, en 3 décimas, del crecimiento esperado para el año en curso, pero a la baja, en 1 y 2 décimas, respectivamente, para 2017 y 2018. Dicha revisión a la baja en los próximos años responde principalmente al impacto sobre la demanda externa de la UEM derivado de la situación en el Reino Unido tras el resultado del referéndum del pasado junio.

CRECIMIENTO DEL PIB Y PREVISIONES

GRÁFICO 1.4



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

Con tasas de inflación bajas, que se espera que repunten en los próximos meses, aunque se mantendrían en 2017 y 2018 todavía por debajo del nivel de referencia del BCE

En este contexto, los precios en la UEM, medidos por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), repuntaron ligeramente (hasta el 0,4% interanual en septiembre, último dato disponible), tendencia que se espera que continúe en la parte final de este año y principios del que viene, como consecuencia de los efectos base de la caída del precio del petróleo en 2015 y comienzos de 2016. La inflación subyacente, que excluye los alimentos sin elaborar y la energía, se mantiene en niveles algo más elevados (0,8% en mayo-septiembre), pero también claramente por debajo de la referencia de incremento de los precios a medio plazo del BCE (tasas de inflación inferiores pero próximas al 2%). Las últimas previsiones del BCE auguran un incremento medio de los precios del 1,3% en 2017 y del 1,6% en 2018.

Persisten riesgos de que se produzca una evolución del PIB más adversa que la recogida en el escenario central

Los riesgos de que se produzca una evolución del PIB más desfavorable que la recogida en este escenario central siguen siendo más relevantes que los que inciden en la dirección contraria. Así, en primer lugar, la recuperación esperada de la economía mundial sigue siendo incierta. Por otro lado, tanto a nivel global como en el área del euro existen incertidumbres geopolíticas importantes que pueden generar perturbaciones negativas sobre la economía del área. Dentro de las que afectan más directamente a la UEM, cabe destacar la negociación pendiente para la salida del Reino Unido de la UE, las diversas citas electorales nacionales próximas, las cuestiones migratorias y la incidencia del terrorismo sobre la confianza de los agentes.

En este contexto, el Eurosistema mantuvo sin cambios su política monetaria expansiva

El BCE, tras las medidas expansivas de diciembre y marzo pasados, ha mantenido su política monetaria sin cambios, pero reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un periodo prolongado, confirmando el mantenimiento de las medidas no convencionales de compra de activos al menos hasta marzo de 2017 o más tarde si fuese necesario y mostrando su disposición a utilizar todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato para asegurar el retorno de la inflación a niveles compatibles con su objetivo de medio plazo.

El PIB español mantuvo un elevado dinamismo en los últimos trimestres, si bien se espera una desaceleración gradual en 2017-2018

En la economía española, durante la primera mitad del año en curso, el PIB mostró una fortaleza mayor a la esperada, registrando tasas de crecimiento intertrimestral del 0,8%, tanto en el primer como en el segundo trimestre, en línea con las observadas en la segunda mitad de 2015 (gráfico 1.4.B). Aun cuando la estimación avance sobre el tercer trimestre apunta también a un crecimiento solo marginalmente inferior al señalado (0,7%), las últimas previsiones del BdE (correspondientes a septiembre de este año) siguen reflejando una desaceleración en los dos próximos años. Esta ralentización se sustentaría principalmente en el agotamiento de algunos de los impulsos expansivos de 2015 y 2016, asociados a la caída de los precios del petróleo, la significativa mejora de las condiciones de financiación y la depreciación del tipo de cambio, así como al tono expansivo de la política fiscal. De este modo, en el conjunto de 2016 el incremento del PIB se situaría en el 3,2% (misma tasa que el año anterior), para pasar a mostrar tasas del 2,3% y 2,1%, respectivamente, en 2017 y 2018.

La inflación retornó, después del verano, a valores ligeramente positivos

Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de consumo en nuestro país ha vuelto a valores positivos, pasando del -1,1%, en marzo del año en curso, al 0,3%, en septiembre. Esta tendencia se espera que continúe, de forma que las tasas interanuales continuarían elevándose gradualmente durante los próximos meses. Esta evolución se explicaría —al igual que en el conjunto del área euro— por los efectos base de las caídas previas de los precios energéticos, así como también por una cierta recuperación de los componentes más estables de la inflación (IPSEBENE), derivada del progresivo cierre del grado de la brecha cíclica prevista.

Se consolida un escenario de moderada recuperación del mercado de la vivienda

En el mercado de la vivienda, parece consolidarse un escenario de moderado aumento de los precios (del 3,9 % interanual, en el segundo trimestre del año, según la última información del INE) y recuperación del volumen de actividad, tanto en términos de transacciones de inmuebles como de inversión, en un contexto en el que existen todavía excedentes de oferta (si bien, decrecientes) y la demanda se ve impulsada por la recuperación económica y por las favorables condiciones financieras.

La situación financiera de los hogares y las sociedades no financieras ha continuado mejorando

La situación financiera de los hogares y las sociedades no financieras españolas ha continuado mejorando, en su conjunto, durante los últimos meses. El aumento de las rentas recibidas y la disminución en los volúmenes de deuda contraída propiciaron que las ratios de endeudamiento de ambos sectores prosiguieran su senda descendente, encontrándose ya muy próximas (en términos de PIB) a los valores medios de la UEM y notablemente por debajo de los máximos alcanzados durante la crisis. Al mismo tiempo, las excepcionalmente favorables condiciones financieras actuales se traducen en niveles de carga financiera históricamente reducidos para ambos sectores. Por último, la riqueza total neta de los hogares también habría mostrado avances interanuales que, según la última información disponible, habrían sido del 1 % en junio del año en curso.

En el sector público, la ratio de endeudamiento se mantiene en niveles elevados

En el sector público, la ratio de deuda sobre PIB se elevó del 99,8 % al 101 %, en los seis primeros meses del año en curso, rompiendo la ligera tendencia descendente de la segunda mitad del año anterior (gráfico 1.5). No obstante, la carga financiera en porcentaje del PIB, favorecida por los reducidos costes de financiación, viene disminuyendo desde principios de 2015. A raíz del incumplimiento del objetivo de déficit público establecido para 2015 en España, la Comisión Europea revisó la situación de nuestro país y decidió no imponer ninguna multa, al tiempo que se retrasaba el objetivo de consecución de un déficit inferior al 3 % del PIB en dos años (hasta 2018).

El conjunto de la nación muestra una creciente capacidad de financiación frente al exterior, si bien la posición deudora neta sigue siendo elevada

Por su parte, la favorable evolución de las balanzas de bienes y servicios y de la de rentas ha permitido mantener una capacidad de financiación al exterior, que incluso se habría elevado en el primer semestre del año³. Aun así, la posición deudora neta de nuestra economía frente al exterior (posición de inversión internacional neta), con información hasta el segundo trimestre del año en curso, permanece en niveles elevados (del 88,5 % del PIB, frente al 89,9 %, al cierre de 2015).

3 En el acumulado de doce meses, con datos todavía provisionales, habría pasado de 22 mm de euros en diciembre de 2015, a 26 mm de euros en julio del año en curso.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN ESPAÑA

GRÁFICO 1.5

A CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



B SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS AAPP
Datos acumulados de cuatro trimestres



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

A pesar de la buena marcha de la economía española en el período reciente, persisten algunos elementos de riesgo a corto y medio plazo, vinculados tanto a condicionantes externos como internos

En conjunto, la economía española ha venido mostrando en el período reciente una notable fortaleza que ha estado acompañada de avances importantes en el proceso de corrección de algunos de los desequilibrios originados durante la fase expansiva previa a la crisis y durante la propia crisis. No obstante, parte de esa evolución favorable responde a fenómenos transitorios, al tiempo que persisten elementos de vulnerabilidad ligados al elevado nivel de déficit y de endeudamiento público y las cuantiosas necesidades financieras del conjunto de la nación frente al exterior. Por otra parte, al igual que hace seis meses, se valora que los riesgos de que se produzca una evolución del PIB más desfavorable que la que recoge el escenario central de proyecciones macroeconómicas son más relevantes que los que operan en la dirección contraria. Además de los elementos externos que ya se han señalado al analizar la UEM, la economía española está expuesta a riesgos de naturaleza interna, entre los que destacan los asociados a la incertidumbre acerca del curso futuro de las políticas económicas y, en particular, acerca de las eventuales medidas presupuestarias que son necesarias para cumplir con los objetivos de déficit público hasta 2018 acordados por el Consejo Europeo en agosto y de las reformas estructurales que se precisan para aumentar el crecimiento potencial de nuestra economía.

2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA

En este capítulo se examinan los principales riesgos de las entidades de depósito españolas. La forma de proceder será mediante la revisión, en primer lugar, de la exposición internacional, y a continuación de la exposición doméstica, en concreto mediante el análisis de la evolución de su activo total, del comportamiento del crédito, de los activos dudosos, activos adjudicados y refinanciados, y de su ratio de morosidad. Posteriormente, se analizará la rentabilidad del sistema bancario para, finalmente, terminar revisando su capacidad de resistencia frente a los riesgos considerados, a través del examen de la solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas. Dicho examen consistirá, no solo en mostrar los actuales niveles de capital que poseen las entidades y su reciente evolución, sino también en un análisis prospectivo de su solvencia en un horizonte temporal de tres años (2016-2018) y bajo determinados escenarios macroeconómicos.

2.1 Evolución de los riesgos bancarios

2.1.1 RIESGO DE CRÉDITO

El balance consolidado se mantiene en niveles similares a los de junio de 2015 por la evolución positiva del negocio en el extranjero...

... que compensa la menor actividad del negocio en España y que se mantiene desde el inicio de la crisis

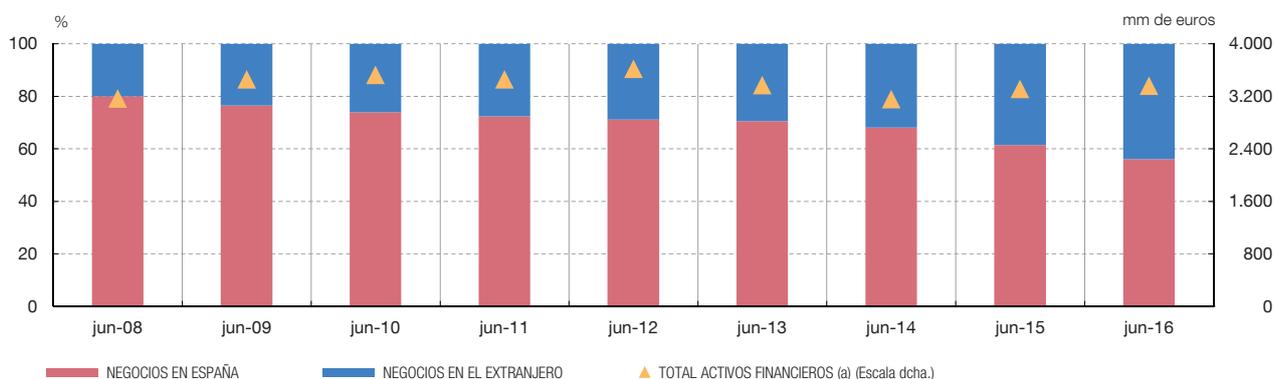
Exposición internacional

El activo total consolidado de las entidades de depósito españolas, que incluye la actividad en España así como la actividad realizada en el extranjero a través de filiales y sucursales, alcanzó en junio de 2016 los 3.672 miles de millones (mm) de euros, ligeramente por encima de junio del año anterior (aumento del 0,4 % en tasa interanual, véase Anejo 1)¹. Este incremento es consecuencia de la evolución de la actividad en el exterior, con un incremento de los activos financieros totales de un 15,5 % en junio de 2016 en comparación con el mismo mes del año anterior. En los negocios en España, sin embargo, los activos financieros totales se redujeron un 2,2 % en tasa interanual.

El negocio en el extranjero mantiene una evolución positiva desde el inicio de la crisis financiera en 2008 (véase gráfico 2.1). Ésta viene determinada tanto por la mayor actividad como por la evolución del tipo de cambio.

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. ACTIVOS FINANCIEROS Entidades de depósito

GRÁFICO 2.1

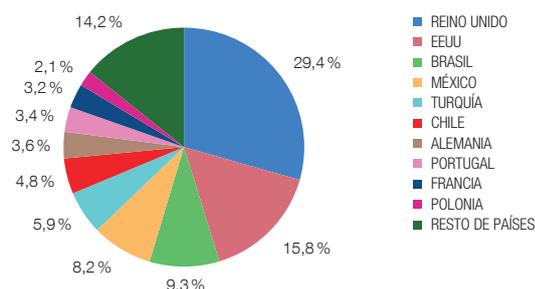


FUENTE: Banco de España.

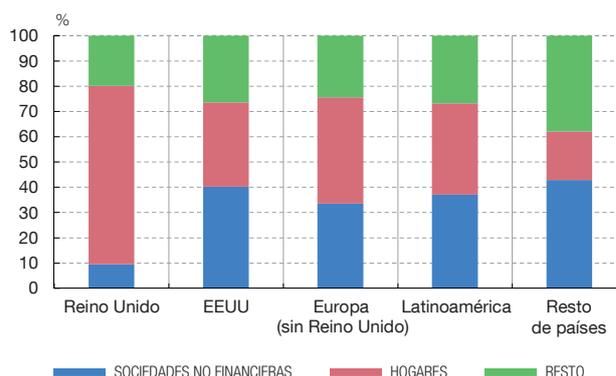
a El total de activos financieros incluye préstamos, valores representativos de deuda, derivados e instrumentos de patrimonio, y sobre esta magnitud se realiza la distribución entre negocios en España y en el extranjero.

¹ Los activos financieros totales representan más del 90 % sobre el total balance en junio de 2016.

A DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS



B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS POR CONTRAPARTE



FUENTE: Banco de España.

Reino Unido y EEUU suponen casi la mitad de la exposición internacional de las entidades de depósito españolas...

En particular, cabe destacar la importancia relativa del negocio en Reino Unido y EEUU (véase gráfico 2.2.A), que en junio de 2016 representaba casi la mitad de la exposición internacional total. Las principales variaciones en las exposiciones internacionales, tanto en términos relativos como absolutos, se localizan en Reino Unido, EEUU, Brasil y Turquía. En particular, el aumento de las exposiciones en Reino Unido y Turquía se debe a la adquisición de un banco británico, y a la toma de control de un banco turco, por parte de dos entidades de depósito españolas.

...y en Reino Unido se concentra principalmente en la financiación a hogares para adquisición de vivienda

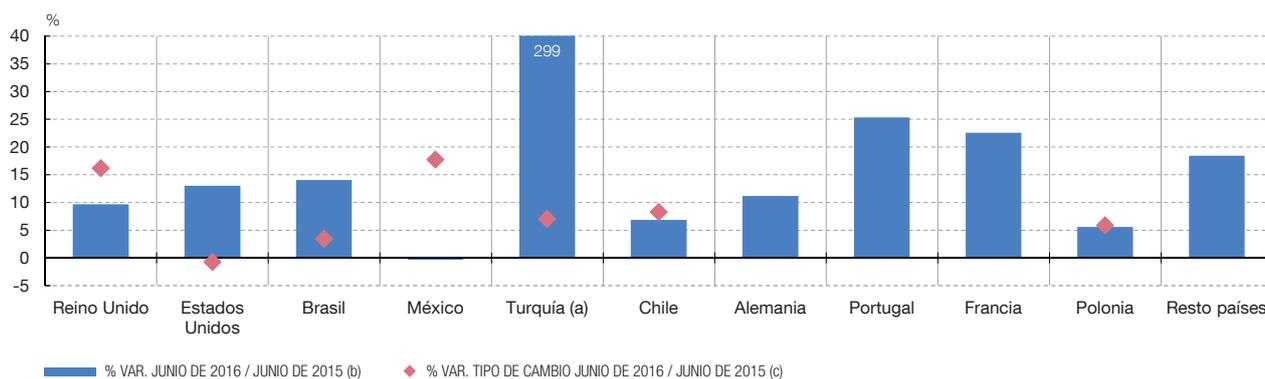
La exposición crediticia a Reino Unido se limita a tres entidades de depósito españolas, y se concentra mayoritariamente en la financiación a hogares (que supone el 70 % de la cartera total de préstamos en este país), y en particular, para la adquisición de vivienda (véase gráfico 2.2.B). Por el contrario, en EEUU, Europa (sin Reino Unido) y Latinoamérica los préstamos a hogares representan un volumen de crédito similar al de los préstamos otorgados a sociedades no financieras (en torno al 35-40 % de la cartera total de préstamos).

El aumento en la exposición crediticia en el exterior estuvo acompañada por una evolución dispar de los tipos de cambio

En el gráfico 2.3 se puede observar la tasa de variación de la exposición procedente de las carteras de préstamos de los principales países en los que las entidades españolas llevan a cabo su negocio en el extranjero², así como la evolución del tipo de cambio de las monedas distintas del euro en las que está denominada dicha exposición. En concreto, la cartera crediticia en Reino Unido aumentó un 9,7 % en tasa interanual a pesar de la apreciación del euro frente a la libra esterlina (16,2 %). En EEUU, el incremento de la cartera crediticia (13 %) no se ha visto afectado por la evolución del tipo de cambio, ya que el euro se ha depreciado solo un 0,8 % frente al dólar estadounidense. En el caso de Latinoamérica, el euro se apreció frente al real brasileño (3,5 %), así como frente al peso chileno (8,3 %), con un aumento en la exposición crediticia en esos países [Brasil (14,1 %), y Chile (6,8 %)], más que compensando, por tanto, el efecto del tipo de cambio. En México se produjo una ligera caída de la exposición crediticia (-0,4 %) que vino determinada por la apreciación del euro frente al peso mexicano, de un 17,7 %. En el caso de Turquía, a pesar de la depreciación de un 7 % de la lira turca, la exposición ha crecido sustancialmente por la operación corporativa de un banco español en aquel país.

² Se ha considerado la variación de la exposición internacional de aquellas entidades que reportan datos tanto a junio de 2015 como a junio de 2016 excepto en el caso de Reino Unido que, como se ha mencionado, su incremento se debe principalmente a la adquisición de un banco británico por parte de una entidad española.

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



FUENTE: Banco de España.

- a La tasa de variación de la cartera de préstamos de Turquía entre junio 2015 y 2016 fue del 299 %.
 b Variación de la exposición de las entidades que reportan datos tanto a junio de 2015 como a junio de 2016 excepto en el caso de Reino Unido, cuyo incremento se debe principalmente a la adquisición de un banco británico por parte de una entidad española.
 c Un valor positivo (negativo) de la tasa de variación indica una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa.

En relación con la financiación a las AAPP a nivel consolidado total, en el Anejo 1 puede observarse que ha aumentado su peso en balance, pasando de representar un 14,8 % del total activo en junio de 2015 a un 15,1 % en junio de este año, mientras que la financiación al sector privado ha reducido su peso en balance 0,8 puntos porcentuales (pp).

Las entidades españolas mantienen, en porcentaje, un volumen de exposiciones soberanas similar a la media europea...

En relación con la financiación otorgada al sector público, en concreto con el riesgo soberano, la publicación por parte de la ABE de los resultados del ejercicio de estrés de 2016, con datos referidos a diciembre de 2015³, para el sector bancario europeo permiten realizar un análisis, por país, de la exposición soberana a nivel europeo. Los datos, agregados por países, muestran que el volumen de exposiciones soberanas de los bancos europeos oscila entre el 2,9 % y el 20,4 % de sus exposiciones totales (véase gráfico 2.4.A)⁴. Los bancos españoles presentan un porcentaje de exposiciones soberanas similar a la media europea (13 % en el caso de España frente a 11,5 % para el conjunto de bancos europeos).

...con una proporción de exposición doméstica, similar a la de los bancos europeos de países como Alemania, Francia o Italia

En cuanto a la distribución geográfica de las exposiciones soberanas según el país emisor⁵, se observa una elevada dispersión en el volumen de exposiciones domésticas entre países, que oscila entre el 19,4 % (Finlandia) y el 99,3 % (Polonia) (véase gráfico 2.4.B). España presenta una proporción de exposición doméstica (56,9 %) respecto al total de exposición soberana mayor que la media de los bancos europeos (47,8 %), pero similar a la de las principales economías de la UE (57,5 % en Alemania, 55,2 % en Francia, y 58,8 % en Italia).

Activos dudosos

Los activos dudosos a nivel consolidado cayeron un 13,7 % en el último año...

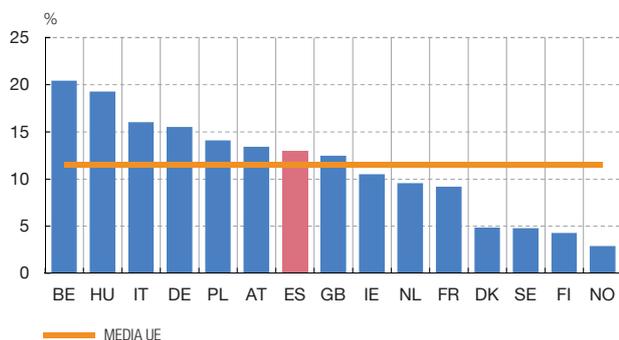
Los activos dudosos a nivel consolidado prosiguieron con su senda descendente en la primera parte del año. En concreto, la tasa de variación interanual en junio de 2016 fue del -13,7 %, similar a la observada en diciembre de 2015, lo que supone una reducción de

3 Los resultados del ejercicio de estrés de la ABE de 2016, para una muestra de los 51 bancos europeos más grandes, están disponibles en <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2016/results>, y se analizan en detalle en el Recuadro 2.4.

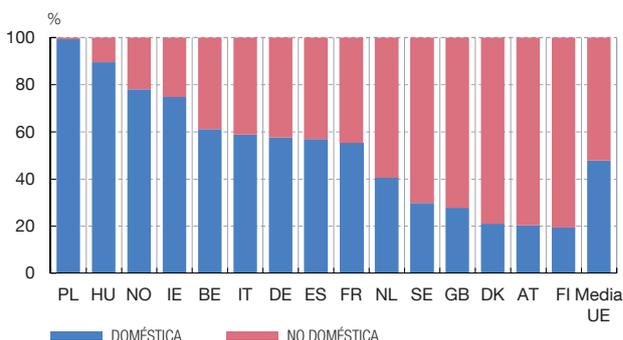
4 La exposición al riesgo soberano se ha calculado considerando la posición neta directa según la definición establecida en la nota metodológica del ejercicio de estrés de la ABE. La exposición total corresponde al valor total de las exposiciones de crédito (en balance y fuera de balance de todas las categorías de exposición a efectos del cálculo de los activos ponderados por riesgo), también según la definición de la ABE.

5 Porcentaje que representa la exposición soberana doméstica respecto al total de exposición soberana.

A EXPOSICIÓN SOBERANA SOBRE EXPOSICIÓN TOTAL.
COMPARATIVA EUROPEA
Diciembre de 2015



B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPOSICIONES SOBERANAS.
COMPARATIVA EUROPEA
Diciembre de 2015



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a Incluye solo a los 51 bancos participantes en el ejercicio de estrés de la ABE de 2016.

más de 24 mm de euros de activos dudosos consolidados en el último año. Esto hizo posible una notable disminución del peso que los activos dudosos suponen en el total del activo de las entidades españolas. Así, dicho peso alcanzó el 4,2 % en junio de 2016, frente al 4,9 % observado en junio de 2015.

...situándose la ratio de morosidad de préstamos en los países con mayor exposición de los bancos españoles se sitúa por debajo de la media de los principales países europeos con exposición en dichos países

La ratio de morosidad de préstamos a nivel consolidado de las entidades de depósito españolas se ha reducido en 0,9 pp hasta situarse en junio de 2016 en el 5 %. En el caso de los préstamos al sector privado, la ratio de morosidad ha pasado del 7,8 % en junio de 2015 al 6,7 % en junio de 2016. Por su parte, las ratios de morosidad de préstamos concedidos en los dos países en los que la banca española tiene una mayor exposición, Reino Unido y EEUU, se sitúan por debajo del 2 %. Únicamente en Portugal, Turquía y EEUU, la ratio de morosidad ha aumentado, si bien por debajo de 1 pp (en el caso de EEUU, el incremento ha sido de 0,1 pp), habiéndose reducido en el resto de países (véase gráfico 2.5.A).

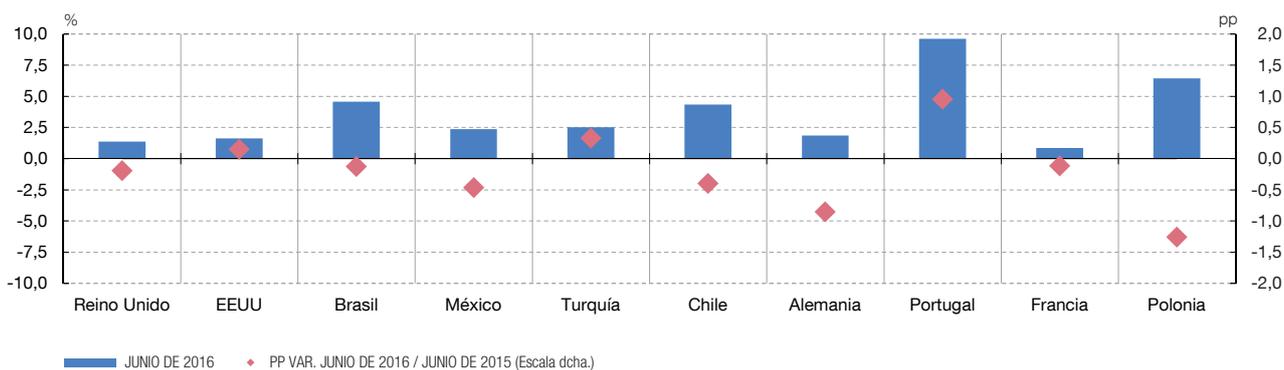
La ratio de exposiciones en situación de impago en los países con mayor exposición de los bancos españoles se sitúa por debajo de la media de los principales países europeos con exposición en dichos países

Los resultados del ejercicio de estrés de 2016 publicados por la ABE, con datos referidos a diciembre de 2015, permiten obtener una aproximación de la ratio de morosidad mediante la ratio de exposiciones en situación de impago⁶ en aquellos países en los que las entidades de depósito españolas concentran su actividad en el exterior y, de esta forma, poder compararla con las de otros países europeos cuyo sector bancario también mantiene exposiciones en estos países. El análisis se ha realizado respecto a aquellas exposiciones que los bancos de España, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia y Holanda (países con mayor exposición internacional) mantienen en Reino Unido, EEUU, México, Brasil y Turquía. En el caso de España, la ratio de exposiciones en situación de impago se sitúa, con carácter general, por debajo de la media de los países considerados. En el gráfico 2.5.B se presentan las ratios de las exposiciones en situación de impago, junto con el valor de las exposiciones totales localizadas en los citados países.

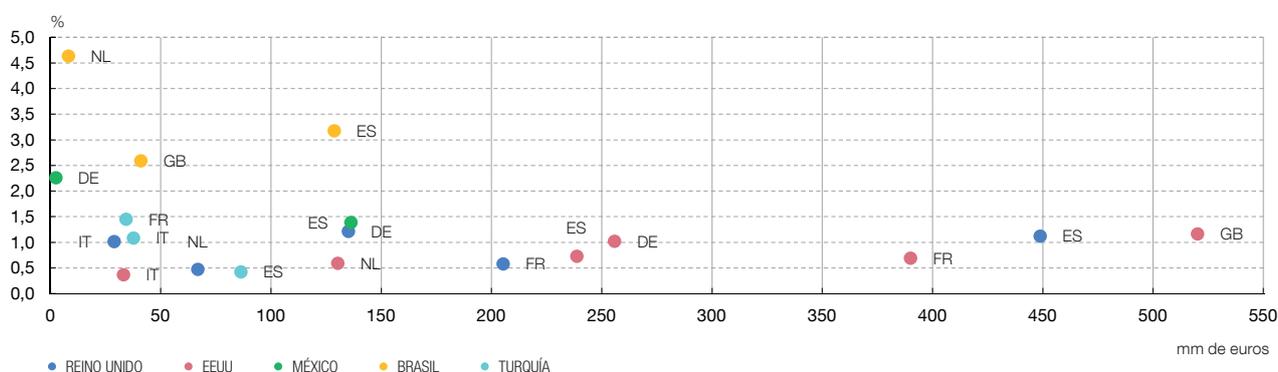
A nivel europeo, se observa a junio de 2016 una elevada dispersión en la ratio de morosidad de la cartera de préstamos (entre el 1 % en Suecia y el 47 % en Chipre, véase

⁶ La ratio de exposiciones en situación de impago se calcula como cociente entre las exposiciones en situación de impago y las exposiciones totales, considerando el valor de exposición como aquel que se utiliza a efectos del cálculo de los activos ponderados por riesgo según las definiciones de COREP (véase <https://www.boe.es/doue/2014/191/L00001-01861.pdf>).

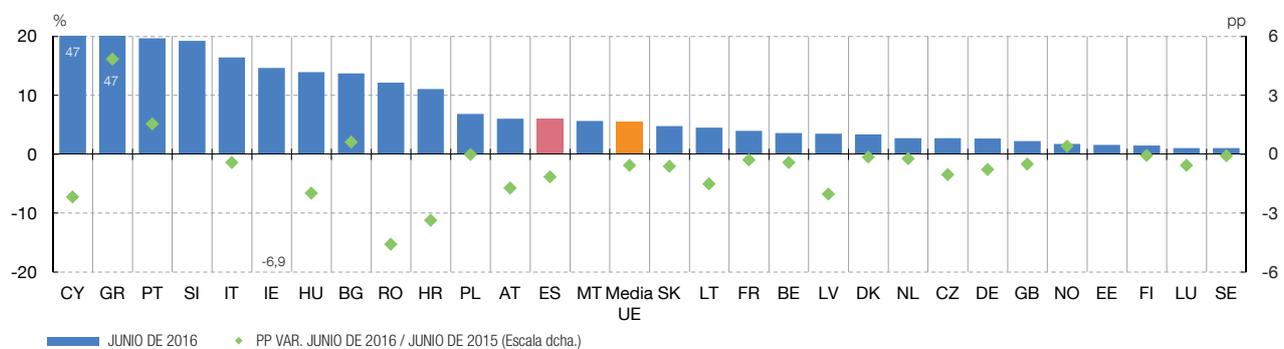
A EXPOSICIÓN INTERNACIONAL



B RELACIÓN ENTRE LA RATIO DE EXPOSICIONES EN SITUACIÓN DE IMPAGO (EJE Y) Y EXPOSICIONES TOTALES (EJE X) (a)
Diciembre de 2015



C COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS (b) (c)
Junio de 2016



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Incluye solo a los 51 bancos participantes en el ejercicio de estrés de la ABE de 2016. Cada punto en el gráfico representa los datos del país señalado junto a dicho punto en referencia a su actividad en el país según el color de la leyenda.
- b La ratio de préstamos dudosos en Chipre y Grecia es del 47,4% y 46,9%, respectivamente. La variación de la ratio en Irlanda es de -6,9 pp.
- c Datos a junio de 2015 no disponibles para los países: Eslovenia, Malta y Estonia.

gráfico 2.5.C)⁷, así como una reducción de la ratio respecto a junio de 2015 en la mayoría de los países europeos. En España, la ratio de morosidad agregada para las principales entidades de depósito españolas ha pasado del 7,1% en junio de 2015 al 6% un año después, 1,1 pp menos, frente al 5,5% agregada a nivel europeo (que se ha reducido 0,5 pp).

⁷ Los datos se refieren a una muestra de 198 bancos, y están disponibles en: <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

Exposición doméstica

El crédito al sector privado residente, negocios en España, sigue cayendo, si bien a tasas más moderadas si se excluye a las empresas financieras

El crédito al sector privado residente en los negocios en España, analizado a través de los balances individuales de las entidades, muestra en junio de 2016 un descenso del 4,7 % en tasa interanual. Esta caída es algo mayor a la observada en junio de 2015, cuando la tasa de variación interanual era del -4,5 % (véase gráfico 2.6.A). No obstante, la razón de esta peor evolución es el comportamiento del crédito a las empresas financieras (fondos de inversión, empresas de seguros, fondos de pensiones, y resto de entidades financieras que no son instituciones financieras monetarias), que mostró un fuerte descenso entre junio de 2015 y junio de 2016. Considerando exclusivamente los sectores de hogares y sociedades no financieras, el crédito descendió en junio de 2016 un 3,1 %, tasa sensiblemente más moderada que la observada en junio de 2015 (-5,3 %). El gráfico 2.6.B muestra la dispersión de las entidades en cuanto a la variación del crédito a hogares y sociedades no financieras. Puede observarse cómo se ha mantenido la dispersión entre junio de 2015 y junio de 2016, trasladándose la distribución en su conjunto hacia la derecha (menores tasas de descenso del crédito). Los datos mensuales más recientes, correspondientes al mes de julio de 2016, muestran una continuación de la tendencia observada, reduciéndose la caída interanual del crédito hasta el 4,6 % interanual.

Dicha moderación se observa tanto en familias como en empresas no financieras...

Como se ha comentado, el gráfico 2.6.A muestra las tasas de variación del crédito por sectores institucionales y por ramas de actividad. Puede observarse un menor descenso desde mediados de 2014 para todos los sectores y ramas. El crédito a empresas no financieras cayó un 3,6 % en términos interanuales en junio de 2016, frente a un descenso del 5,7 % observado el año anterior. Por su parte, el crédito a hogares también moderó su descenso, con una tasa de caída del 2,7 % en junio de 2016 frente al -4,9 % de variación en junio de 2015.

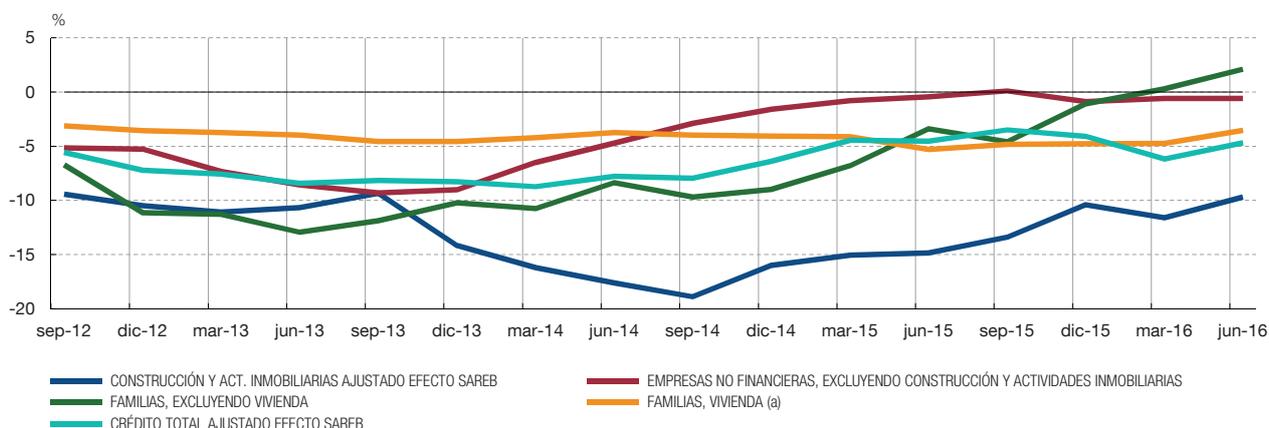
... y, dentro de estas, de forma más notable en el crédito a construcción y actividades inmobiliarias

Por ramas de actividad (véase gráfico 2.6.A), el crédito a construcción y actividades inmobiliarias moderó de forma muy significativa el descenso en el último año. En junio de 2016, la caída fue del 9,7 %, frente al 14,9 % observado en el mismo mes del año anterior. El decrecimiento del crédito destinado a empresas dedicadas a otros fines distintos de la construcción y las actividades inmobiliarias se mantuvo en tasas mucho más moderadas (-0,5 % en junio de 2016, prácticamente sin cambios en el último año). No obstante, se observaron comportamientos diferenciados por sectores (véase gráfico 2.6.C), con un crecimiento reseñable en los de agricultura, ganadería, pesca y silvicultura (aumento del 6,1 % en el crédito en el último año), o descensos moderados en servicios distintos de actividades inmobiliarias (-1,5 %).

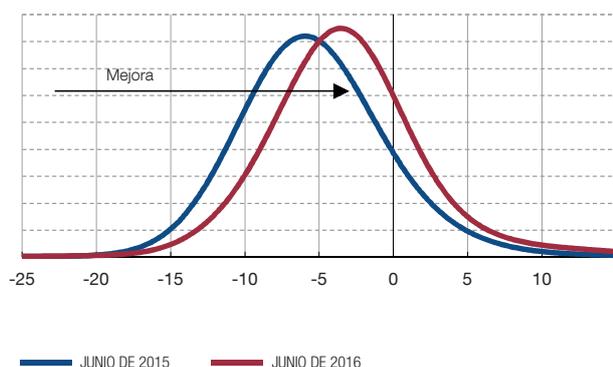
La caída del crédito aumentó en las PYMEs y se redujo en el destinado a las grandes empresas,...

Por tamaño de empresa, dentro del crédito a actividades no financieras, el destinado a las PYMEs se redujo en junio de 2016 un 4,2 % en tasa interanual, lo que supone una aceleración de la caída en el último año (-0,2 % en junio de 2015). Por su parte, el crédito a grandes empresas moderó notablemente su caída. En junio de 2015 dicha tasa de caída interanual era del 13,1 %, mientras un año más tarde el descenso es de un 3,6 %. Por todo ello, el peso del crédito a las PYMEs sobre el total del crédito a empresas no financieras se redujo ligeramente desde el 52,5 % en junio de 2015 hasta el 52,1 % un año más tarde. Por último, el crédito a empresarios individuales, que aumentó su peso en el total del crédito a empresas no financieras (del 8,1 % al 8,4 %), creció a una tasa interanual del 0,9 % (frente al descenso del 0,9 % observado en junio de 2015). En cualquier caso, la elevada variabilidad observada en estas series dificulta una valoración precisa de la evolución del crédito por tamaño de empresa.

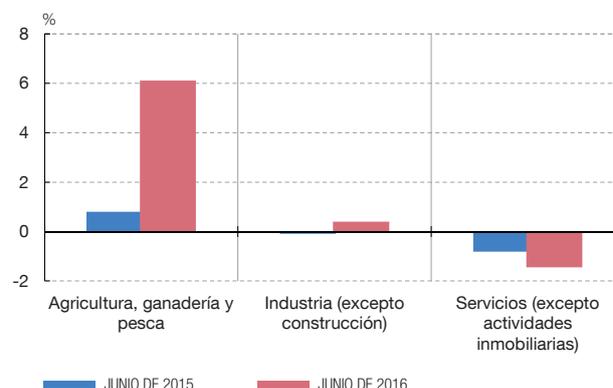
A TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD



B DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS POR ENTIDADES EN FUNCIÓN DE SU TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL (%) (b)



C TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO POR SECTORES DE ACTIVIDAD. EMPRESAS NO FINANCIERAS EXCEPTO ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIAS



FUENTE: Banco de España.

a Esta serie incluye titulaciones.

b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la tasa de variación interanual del crédito para las entidades 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.

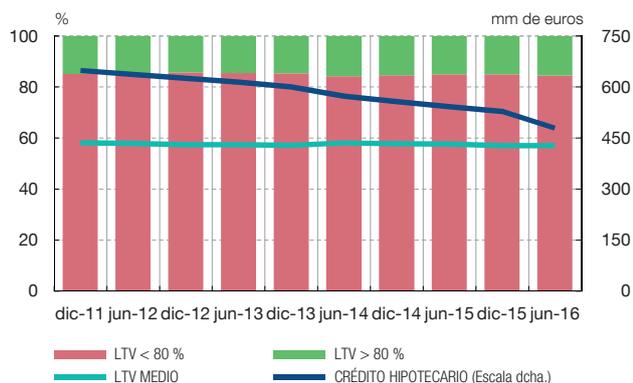
... mientras en el caso de las familias la mejora fue generalizada por finalidad del crédito

Por otro lado, el descenso del crédito a familias se ralentizó debido a la moderación en la caída del crédito concedido para la adquisición de vivienda. En concreto la reducción fue del 3,5 % en términos interanuales en junio de 2016, frente al -5,3 % del año anterior. Por su parte, en el crédito destinado a otros fines (crédito al consumo, básicamente) se registraron tasas de variación positivas del 2,1 %. En líneas generales, es la primera vez que se observan tasas positivas de variación desde el comienzo de la crisis. Este aumento del crédito al consumo coincide con la buena marcha de este componente del PIB y con el interés de los bancos de financiar a un tipo de crédito con una rentabilidad mayor.

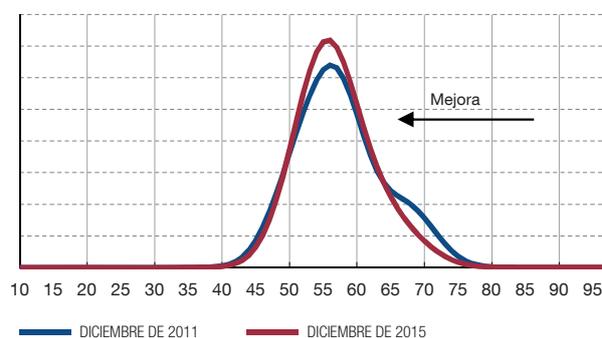
Tanto el porcentaje de crédito hipotecario cuyo LTV es más alto como el LTV medio se han mantenido relativamente estables en los últimos años

Respecto al crédito a hogares para adquisición de vivienda, resulta interesante analizar la evolución en los últimos años de la ratio préstamo-valor (LTV por sus siglas en inglés), es decir, la relación entre el saldo de crédito vivo y el valor de tasación de la propiedad inmobiliaria que sirve de garantía. En los últimos cinco años, el porcentaje de crédito hipotecario cuyo LTV se encuentra por encima del 80 %, es decir, la proporción de crédito con mayor

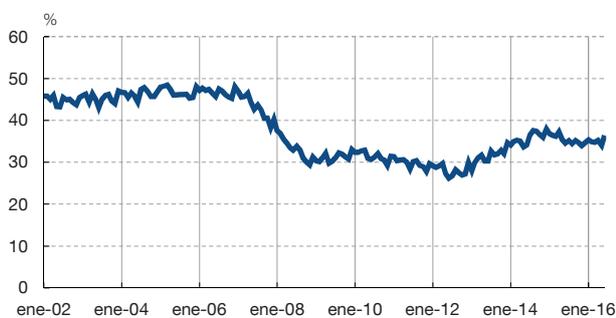
A CRÉDITO HIPOTECARIO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA Y DISTRIBUCIÓN EN FUNCIÓN DE SU LOAN-TO-VALUE (a)



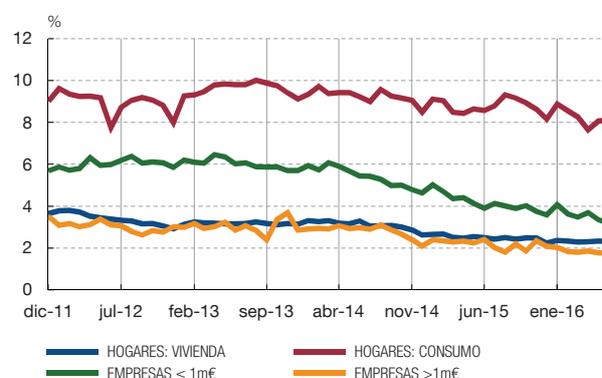
B DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA EN FUNCIÓN DE SU LOAN-TO-VALUE MEDIO (%) (b)



C TASA DE ACEPTACIÓN DE LOS CRÉDITOS SOLICITADOS (c)



D TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE NUEVAS OPERACIONES (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Para calcular los valores de LTV se han utilizado datos procedentes de los estados públicos que recogen información relativa a la financiación de actividades de construcción y promoción inmobiliaria establecidos a partir de la Circular 5/2011 del Banco de España. En dicho reporte, las entidades informan también de los créditos con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda por tramos según el porcentaje que supone el riesgo total sobre el importe de la última tasación. De esta manera, para calcular el LTV medio se considera un porcentaje del 20% para los importes que quedan clasificados en el tramo con un LTV igual o inferior al 40%, un porcentaje del 50% para los importes dentro del tramo con un LTV superior al 40% e igual o inferior al 60%, un porcentaje del 70% para los importes con un LTV superior al 60% e igual o inferior al 80%, un porcentaje del 90% para los importes con un LTV superior al 80% e igual o inferior al 100%, y un porcentaje del 100% para los importes con un LTV superior al 100%.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) del crédito hipotecario a hogares para adquisición de vivienda en función de su LTV. 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 Empresas no financieras que solicitan crédito a una entidad con la que no están trabajando o con la que no han tenido relación crediticia en los últimos tres meses. La tasa de aceptación se define como el cociente entre las operaciones aceptadas por las entidades de depósito sobre el conjunto de peticiones recibidas en un determinado mes.
- d 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.

riesgo vigente, se ha mantenido relativamente constante, en el entorno del 15% (véase gráfico 2.7.A). Asimismo, el LTV medio⁸ con datos a junio de 2016 se sitúa en el 57,1%, y en los últimos cinco años y medio se ha mantenido estable entre el 57% y el 58%. El descenso de los precios inmobiliarios (gráfico 2.12.B) entre 2011 y 2014 vino acompañado de una reducción del crédito hipotecario (numerador del LTV) lo que ha mantenido estables los LTV (gráfico 2.7.A). Adicionalmente, si se analiza la distribución del crédito hipotecario a hogares para adquisición de vivienda por entidades en función de su LTV medio, se observa que apenas ha variado entre diciembre de 2011 y diciembre de 2015, y el grueso del LTV medio se sitúa en ambas fechas entre el 45% y el 70% (gráfico 2.7.B).

⁸ Véase la nota a pie de página del gráfico 2.7.A para el cálculo del LTV medio.

Las tasas de aceptación de los créditos con empresas no financieras se han mantenido estables en el último año...

La tasa de aceptación de los préstamos a empresas no financieras que comienzan una nueva relación con un banco se ha mantenido estable desde mediados del año pasado. Tras este comportamiento se encuentra un mayor aumento en el número de solicitudes que en el de concesiones, aunque ambas cifras mantienen un crecimiento interanual estable. Además, dicha tasa presenta unos niveles similares si se distingue por actividad de la empresa (constructoras y promotoras y resto de empresas).

... y los tipos de interés continuaron su senda a la baja de los últimos años

Por su parte, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito concedidas por las entidades de depósito españolas continuaron en el último año con el moderado descenso que se comenzó a observar durante 2014, reflejo de una mejora relativa en las condiciones de acceso al crédito por parte de los hogares y sociedades no financieras (véase gráfico 2.7.D). La diferencia entre los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones con empresas no financieras en función de su importe ha continuado reduciéndose, debido al mayor descenso observado en los tipos aplicados a los créditos de menor tamaño.

Activos problemáticos

Los activos dudosos volvieron a reducirse durante el último año...

Respecto a la materialización del riesgo de crédito, hay que señalar que los activos dudosos continuaron su descenso entre junio de 2015 y junio de 2016. En concreto, la tasa de variación interanual de dichos activos fue del -18,2 %. Esta tasa de caída es algo inferior a la observada un año antes (-19,8 %) y, más notablemente, a otras observadas en meses recientes (-22,3 % en diciembre de 2015 o -22,5 % en marzo de 2016). En cualquier caso, tal y como muestra el gráfico 2.8.A, la caída en los activos dudosos ha sido muy pronunciada en los últimos años, descendiendo el volumen total de dichos activos en más de 73 mm de euros desde diciembre de 2013 hasta junio de 2016, lo que supone un descenso acumulado de más del 38 %.

... con diferente intensidad pero de forma generalizada por sector institucional, por rama de actividad...

Por sector institucional y rama de actividad (véase gráfico 2.8.B), se observa que tanto en familias como en sociedades no financieras se han reducido, con diferente intensidad, los activos dudosos en el último año. En el caso de los hogares, destaca la desaceleración de los dudosos en el crédito destinado a consumo, que cayeron en junio de 2016 un 12,3 % en tasa interanual, frente a la caída del 18,2 % observada el año anterior. Por el contrario, los activos dudosos del crédito destinado a actividades distintas de las inmobiliarias y de construcción (resto de actividades empresariales) aceleraron su tasa de caída en el último año, pasando de caer un 11,7 % en junio de 2015 en tasa interanual a descender un 18,2 % en junio de 2016.

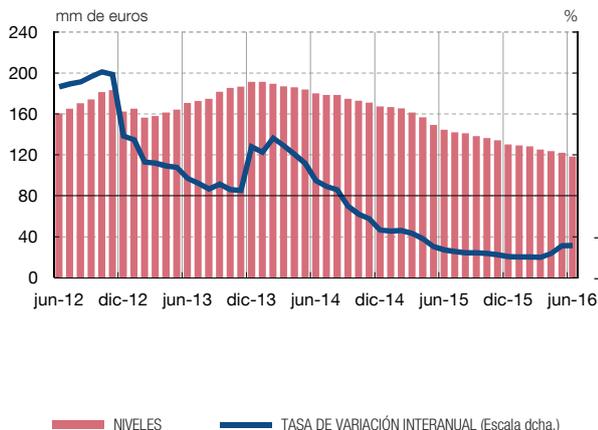
... y también de forma generalizada entre entidades

El gráfico 2.8.C muestra la distribución en la tasa de variación de los dudosos por entidades. Puede observarse que el descenso de los activos dudosos es un hecho generalizado entre las entidades. Además, en el último año se ha producido una mayor concentración de las entidades en tasas de variación similares, lo que indica un comportamiento más homogéneo, frente a lo observado el año anterior. Cabe destacar que del total de activos dudosos un 45 % correspondió en junio de 2016 a créditos otorgados a PYMEs, mientras un 26 % del total correspondió al resto de empresas no financieras; por su parte, el peso de los dudosos del crédito a hogares para adquisición de vivienda y para otras finalidades sobre el total fue del 20 % y del 7 % respectivamente; y por último, un 2 % fue debido a créditos dudosos a empresas financieras (véase gráfico 2.8.D).

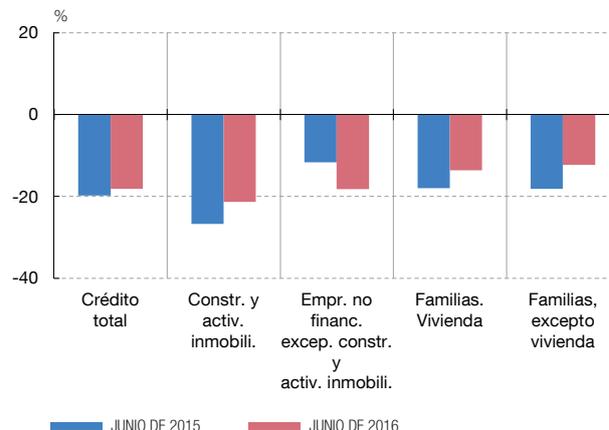
En el caso de las PYMEs, los dudosos se redujeron más que en el resto de empresas,...

La reducción de los activos dudosos se observó en todos los tramos por tamaño de empresas (véase gráfico 2.9.A), si bien con mayor intensidad en el caso de las PYMEs. Estas vieron reducidos sus activos dudosos en un 22,7 % en tasa interanual, habiéndose acelerado la caída en el último año desde el 14,8 % observado en junio de 2015. En el caso de las

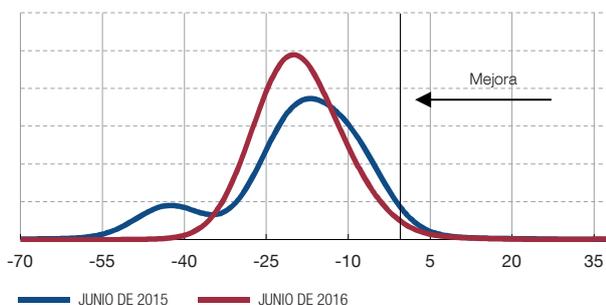
A ACTIVOS DUDOSOS (a)



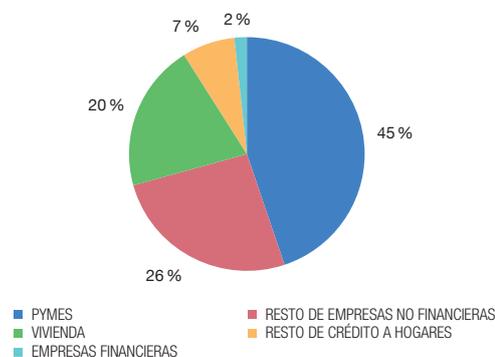
B TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS ACTIVOS DUDOSOS
POR SECTORES DE ACTIVIDAD



C DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR ENTIDADES
EN FUNCIÓN DE SU TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL (%) (b)



D COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR SECTORES
Junio de 2016



FUENTE: Banco de España.

- a En diciembre de 2012 y en febrero de 2013 se produjeron los traspasos a la Sareb por parte de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2, lo que afecta a las diferentes tasas de variación que incluyen dichos periodos.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la tasa de variación interanual del crédito dudoso para las entidades de depósito españolas. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

grandes empresas y de los empresarios individuales las tasas de caída de dudosos se redujeron en el último año.

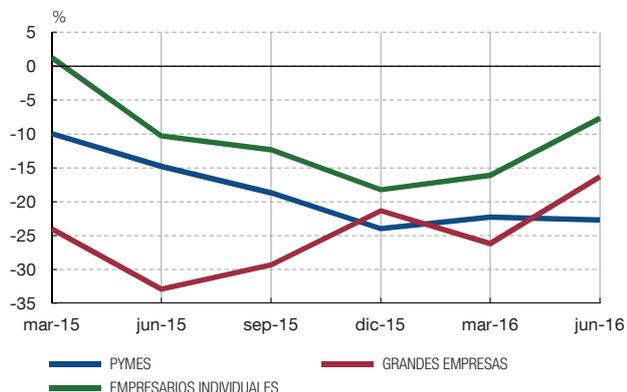
... especialmente en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias

Por sectores de actividad, dentro de las PYMEs, las actividades inmobiliarias y de construcción mostraron la mayor caída en los niveles de crédito dudoso en junio de 2016 (-26,7%). En el resto de sectores considerados en su conjunto se observó una reducción más moderada de los activos dudosos, del 16,7 % en términos interanuales (véase gráfico 2.9.B). Esta evolución sectorial ha hecho que la distribución de los activos dudosos dentro de las PYMEs haya cambiado en el último año, habiéndose reducido el peso que suponen los créditos a construcción y actividades inmobiliarias (véase gráfico 2.9.C). No obstante, el peso de los dudosos de este sector sigue siendo mayor en el caso de las PYMEs que en el caso del resto de empresas no financieras (véase gráfico 2.9.D).

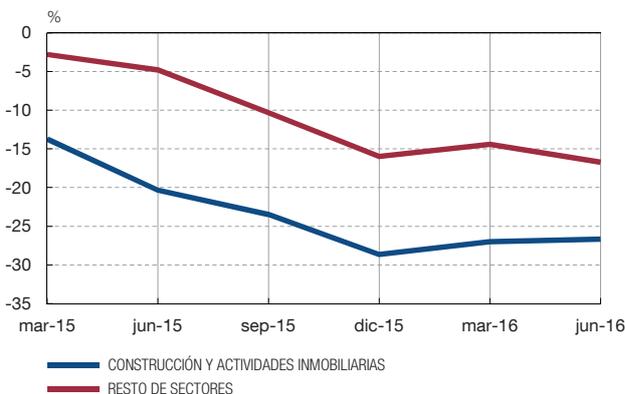
En el primer semestre de 2016 se observan menores entradas...

Los nuevos activos calificados como dudosos dentro del sector privado residente (empresas no financieras y hogares) en el segundo trimestre de 2016 descendieron un 36,1 % en comparación con los calificados como dudosos en el mismo trimestre del año

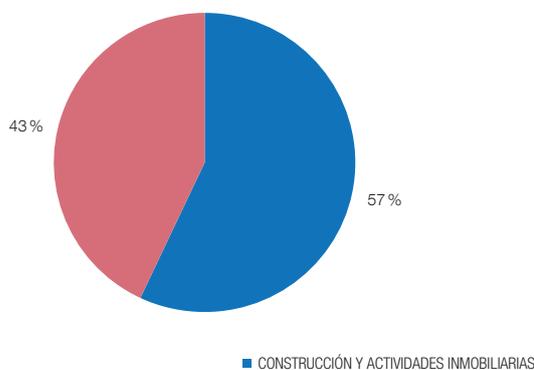
A TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO DUDOSO A EMPRESAS NO FINANCIERAS, POR TAMAÑO DE EMPRESA



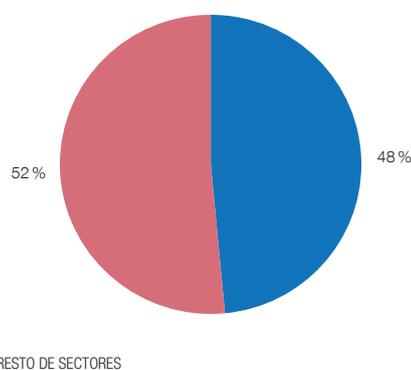
B TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO DUDOSO A PYMES, POR RAMA DE ACTIVIDAD



C COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO A PYMES POR RAMAS DE ACTIVIDAD
Junio de 2016



D COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO A EMPRESAS DISTINTAS DE PYMES, POR RAMAS DE ACTIVIDAD
Junio de 2016



FUENTE: Banco de España.

...en dudosos, y también un menor volumen de recuperaciones con respecto al año anterior

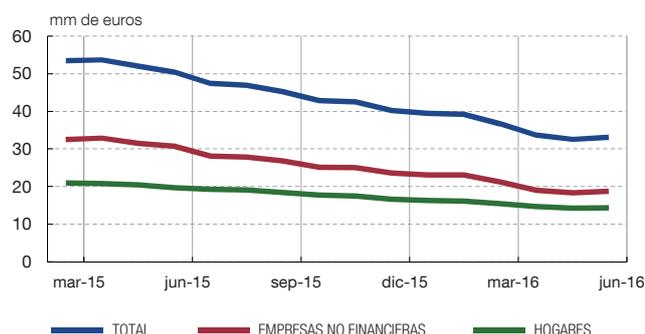
anterior (véase gráfico 2.10.A). El descenso en las entradas de activos dudosos de las empresas no financieras se observó tanto en las de menor tamaño (PYMES, -33,9 % en el segundo trimestre en términos interanuales) como en las grandes (-42,7 %, véase gráfico 2.10.B).

Los gráficos 2.10.C y D permiten comparar la evolución de los activos dudosos y sus entradas y salidas en el primer semestre de 2015 y 2016 respectivamente. La reducción en valor absoluto de los activos dudosos ha sido menor en el primer semestre de 2016, a pesar de que las entradas en dudosos fueron menores. En concreto, el peso de las nuevas entradas en dudosos sobre los ya existentes fue del 11,8 % en el primer semestre de 2016, frente al 13,4 % en el mismo periodo de 2015. Por su parte, las salidas a fallidos mostraron volúmenes algo menores en el primer semestre de 2016 (8,1 %) que en 2015 (8,4 %). Por último, las recuperaciones de dudosos fueron inferiores en 2016 (12,7 %) que en 2015 (18,6 %).

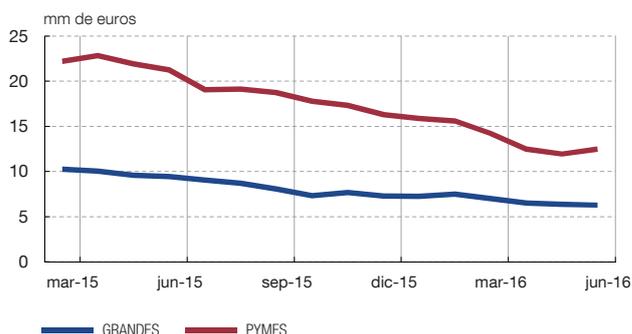
La ratio de dudosos del crédito al sector privado residente en España continuó descendiendo durante el último año...

En términos relativos, la ratio de dudosos del crédito al sector privado residente en España continuó descendiendo durante el último año (véase gráfico 2.11.A), debido a que el descenso en los activos dudosos (numerador) fue más pronunciado que en el crédito total (denominador). Así, la ratio se situó en el 9,7 % en junio de 2016, 1,6 pp menos que un año antes. En cuanto a la variación anual de la ratio de dudosos (véase gráfico 2.11.B),

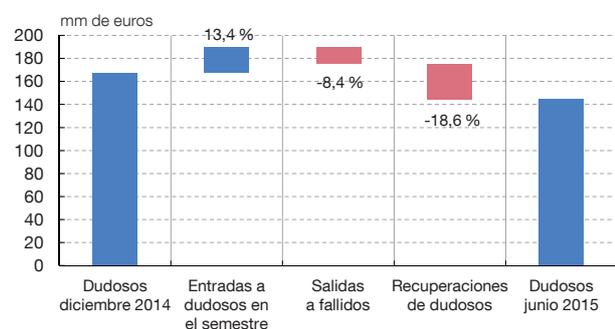
A ENTRADA DE ACTIVOS DUDOSOS (a)



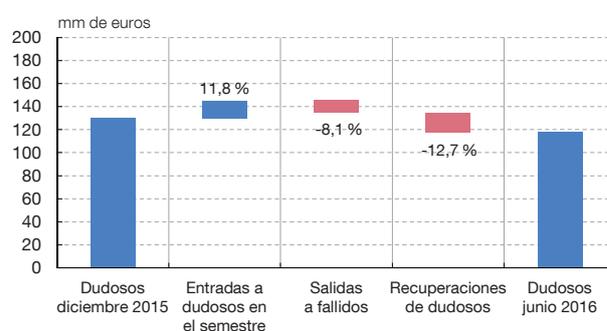
B ENTRADA DE ACTIVOS DUDOSOS, POR TAMAÑO DE EMPRESA (a)



C EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS ENTRE DICIEMBRE DE 2014 Y JUNIO DE 2015 (b)



D EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS DUDOSOS ENTRE DICIEMBRE DE 2015 Y JUNIO DE 2016 (b)



FUENTE: Banco de España.

a Para cada mes se representan los importes acumulados en los 12 meses anteriores (media móvil de 12 meses).

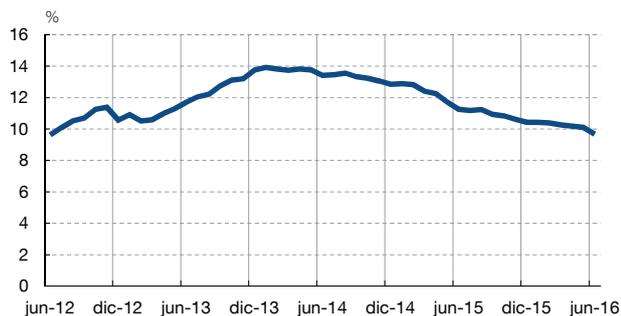
b Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de dudosos al principio del período. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal como adjudicados.

se observa cómo, desde que las caídas comenzaron en 2015, no ha habido un solo mes de crecimiento de la ratio de dudosos. No obstante, sí se observa en la primera mitad de 2016 una desaceleración en la caída de dicha ratio.

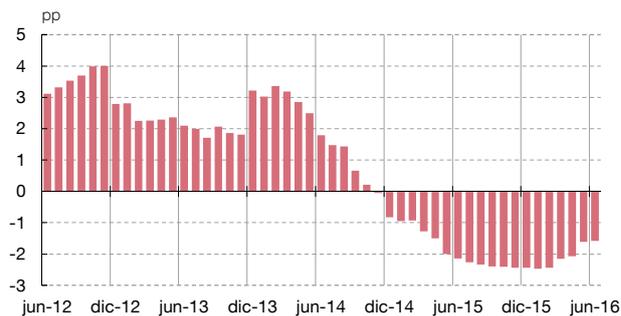
... y lo hizo de forma generalizada por sectores institucionales, por finalidad del crédito y por tamaño de empresa

Por sectores institucionales y ramas de actividad, tanto familias como empresas no financieras vieron reducidas sus respectivas ratios de dudosos (véase gráfico 2.11.C). En el caso de las familias, la ratio se redujo 0,7 pp entre junio de 2015 y junio de 2016, hasta situarse en el 5,2 % en esta última fecha. Esta reducción tuvo lugar en la ratio de dudosos tanto del crédito para adquisición de vivienda (-0,5 pp hasta el 4,5 %) como de aquel para otras finalidades (-1,3 pp hasta el 8,7 %). Por su parte, las empresas no financieras también mostraron una reducción de la ratio, en este caso de 3,2 pp, hasta el 15,7 %. Dentro de estas empresas, el mayor descenso se produjo en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias considerados en su conjunto, que alcanzaron una ratio del 27,6 % tras descender 4,1 pp en el último año. La ratio del resto de sectores se redujo en 2,3 pp hasta el 10,4 %. Por tamaño de empresa, fueron las PYMES las que mostraron una reducción en la ratio de dudosos más notable, si bien partían de una ratio sustancialmente mayor al resto de empresas (-3,5 pp hasta el 20,5 %). Las empresas de mayor tamaño vieron reducida su ratio de dudosos hasta el 11,5 % en junio de 2016 y los empresarios individuales lo hicieron hasta el 10,4 %, tras caer su ratio 1 pp en el último año (véase gráfico 2.11.D). El descenso en la ratio de dudosos se produjo de forma generalizada entre entidades, como muestra el gráfico 2.11.E.

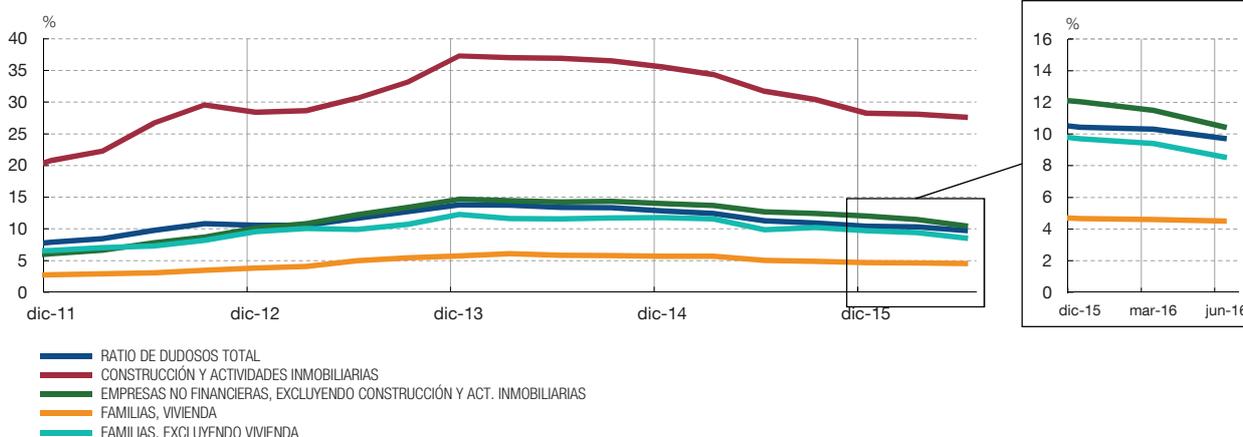
A RATIO DE DUDOSOS



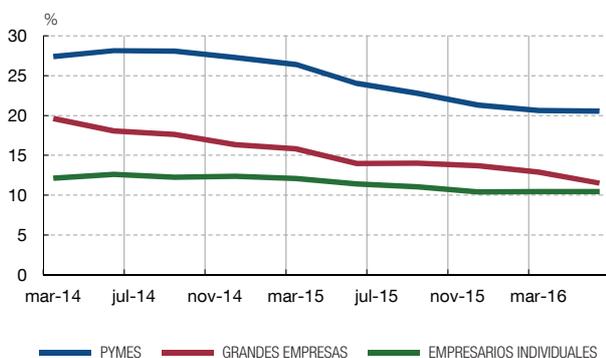
B VARIACIÓN INTERANUAL DE LA RATIO DE DUDOSOS (a)



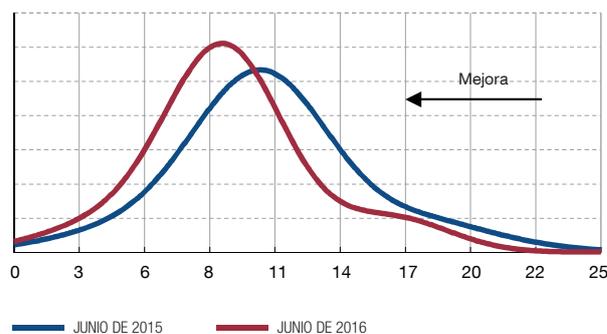
C RATIO DE DUDOSOS, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



D RATIO DE DUDOSOS, POR TAMAÑO DE EMPRESA



E DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO POR ENTIDADES EN FUNCIÓN DE SU RATIO DE DUDOSOS (%) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a En diciembre de 2012 y en febrero de 2013 se produjeron los traspasos a la Sareb por parte de las entidades del Grupo 1 y Grupo 2, lo que afecta a las diferentes tasas de variación que incluyen dichos periodos.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la ratio de dudosos para las entidades de depósito españolas. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

En relación con el riesgo de crédito, el Recuadro 2.1 recoge las principales características de la Circular 4/2016 del Banco de España en la que se desarrolla el marco general de la gestión del riesgo de crédito y ciertos aspectos relacionados con su contabilidad, incluyendo la clasificación de las operaciones crediticias y la estimación de sus coberturas.

El régimen contable de las entidades de crédito españolas se regula en la Circular 4/2004 del Banco de España, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. El anejo IX de dicha circular sobre «Análisis y cobertura del riesgo de crédito» establece un marco general de gestión del riesgo de crédito en aquellos aspectos relacionados con la contabilidad y unos criterios de clasificación contable y estimación de coberturas por riesgo de crédito.

La modificación del anejo IX introducida por la Circular 4/2016 del Banco de España, de 27 de abril, y que entró en vigor el 1 de octubre de 2016, tiene como objetivo su actualización para recoger los últimos desarrollos en la regulación bancaria y las mejores prácticas identificadas en la gestión y contabilización del riesgo de crédito.

La actualización del anejo IX se enmarca en el proceso de mejora y adaptación de la Circular 4/2004 para favorecer una aplicación homogénea del marco contable conformado por las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por la UE.

Estas mejoras, que refuerzan la gestión del riesgo de crédito, la correcta clasificación de las operaciones, el adecuado tratamiento de las garantías a efectos contables y la solidez de las estimaciones de las provisiones por riesgo de crédito, permanecerán vigentes cuando se adopte la NIIF 9 en la UE, sin perjuicio de la futura modificación de la Circular 4/2004 para reemplazar el actual modelo contable de «pérdida incurrida» por otro de «pérdida esperada».

Es más, los distintos elementos relacionados con la contabilidad del riesgo de crédito que han sido objeto de actualización y mayor desarrollo constituyen piezas fundamentales para poder avanzar hacia modelos contables robustos. El establecimiento de requisitos mínimos que deben cumplir las metodologías contables de las entidades de crédito estaba previsto en la Circular 4/2004, aunque pendiente de desarrollo. En particular, el nuevo anejo IX establece requisitos para orientar el desarrollo tanto de las metodologías propias para estimaciones individualizadas de las provisiones específicas como de las metodologías internas para las estimaciones colectivas de las provisiones específicas y genéricas.

A continuación se destacan cinco de los elementos más relevantes:

1. Criterios para la clasificación contable de las operaciones: la distinción entre riesgos normales y dudosos se alinea plenamente con las definiciones de «*performing*» y «*non-performing*» de FINREP. También se refuerza la convergencia del tratamiento contable de las refinanciaciones hacia los referidos estándares europeos de *reporting* establecidos por la ABE. Las operaciones que aun siendo normales presenten debilidades deben clasificarse en la nueva categoría de riesgo «normal en vigilancia especial», atendiendo a los indicios y criterios especificados en el anejo IX. Esta nueva categoría incluye, entre otras, las operaciones refinanciadas en período de prueba. Las entidades deben mantener en todo momento

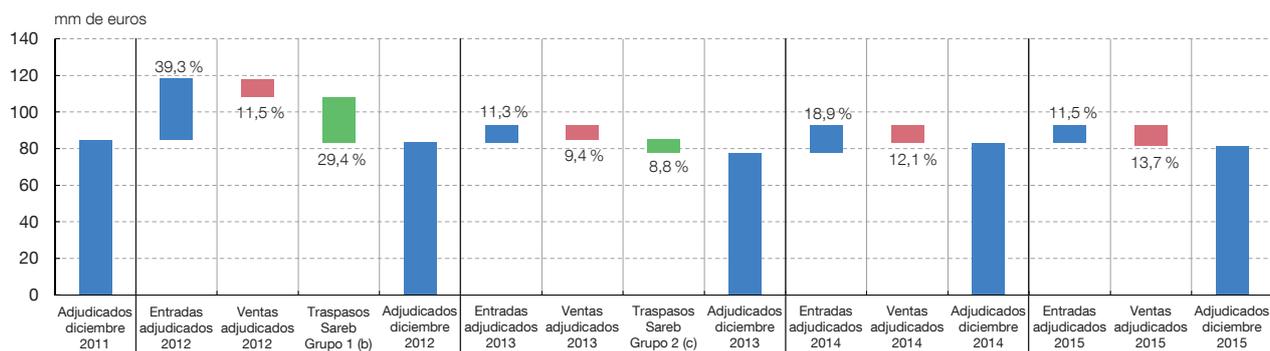
la coherencia entre la clasificación contable de las operaciones y su nivel de cobertura por riesgo de crédito.

2. Gobernanza y controles internos: se requiere de una involucración intensa del Consejo de Administración de las entidades de crédito no sólo en la aprobación de las políticas contables sino también en el seguimiento periódico de su aplicación, de acuerdo con los principios y requisitos establecidos en el anejo IX. Además, se requiere de la involucración del Consejo en la aprobación de los procedimientos de comunicación al Banco de España de la información relevante sobre la validación interna, inicial y periódica, de las metodologías contables internas.

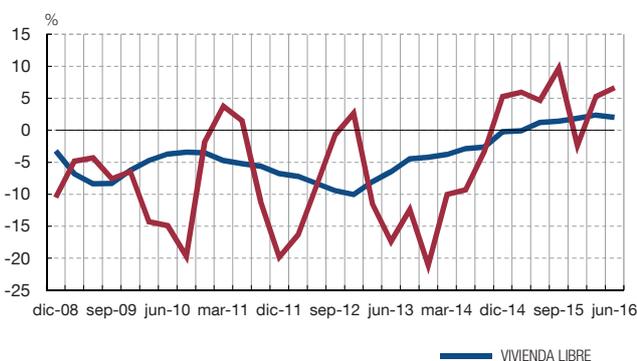
Se refuerza, asimismo, la función de control interno, en particular, en relación con los sistemas de información y bases de datos, cuya calidad y coherencia son fundamentales para el desarrollo de metodologías para las estimaciones de coberturas y para la toma de decisiones en los distintos niveles de gestión, incluyendo el Consejo.

3. Eficacia y simplicidad en el desarrollo de metodologías contables: deben evitarse complejidades que no impliquen mejoras evidentes en la calidad y congruencia de los resultados obtenidos. Las metodologías contables no pueden constituir «cajas negras», sino ser entendibles y ofrecer resultados comprensibles, adecuados a la realidad. Para ello, las entidades deben establecer procedimientos de contraste periódico que evalúen la precisión de sus estimaciones de coberturas mediante su comparación con las pérdidas reales observadas. Sobre la base de estas pruebas retrospectivas periódicas (*backtesting*) las metodologías contables deben refinarse continuamente para reforzar su eficacia. Como soporte adicional, se exigen análisis periódicos de sensibilidad y ejercicios de comparación y referencia (*benchmarking*).
4. Políticas de valoración de garantías: las entidades deben valorar la eficacia de las garantías a efectos de su consideración en la estimación de coberturas teniendo en cuenta su experiencia en la realización de las mismas. Para ello, es fundamental que las entidades cuenten con bases de datos con toda la información relevante sobre las garantías de sus operaciones, y que dichas bases de datos sean revisadas regularmente por la auditoría interna. El anejo IX establece requisitos relativos a los procedimientos y a las frecuencias mínimas para la actualización de la valoración de las garantías, a efectos de su consideración contable como eficaces mitigantes del riesgo de crédito. Dichos requisitos se endurecen a medida que empeora la clasificación contable del riesgo.
5. Principio de proporcionalidad: para aquellas entidades que no hayan desarrollado metodologías internas para las estimaciones colectivas de coberturas, el anejo IX ofrece soluciones alternativas (porcentajes de coberturas y porcentajes de descuento sobre el valor de referencia de las garantías), calculadas sobre la base de la información sectorial y la experiencia del Banco de España.

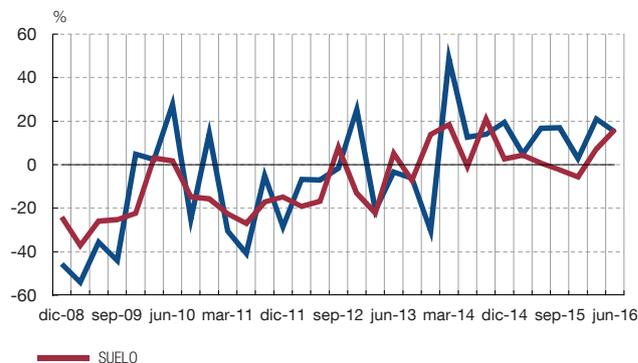
A EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS ADJUDICADOS ENTRE DICIEMBRE DE 2011 Y DICIEMBRE DE 2015 (a)



B TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS PRECIOS DE VIVIENDA LIBRE Y SUELO



C TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL NÚMERO DE TRANSACCIONES INMOBILIARIAS DE VIVIENDA LIBRE Y SUELO



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Fomento.

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

Los activos adjudicados disminuyeron un 1,4 % en el último año

Los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas procedentes de los negocios en España que poseen las entidades en sus balances descendieron un 1,4 % en el último año, hasta situarse alrededor de los 81 mm de euros. Esta cifra de activos adjudicados se ha venido reduciendo, si bien de forma muy moderada, en los últimos años. Un 39 % del total de activos adjudicados es suelo, un 25 % son edificios terminados y un 22 % son activos adjudicados procedentes de adquisiciones de vivienda. Finalmente, los edificios en construcción suponen, en junio de 2016, un 5 % del total.

En el gráfico 2.12.A se muestra la evolución en los últimos años del valor contable bruto de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas provenientes de los negocios en España contabilizados en los balances de las entidades de depósito españolas. Su valor se ha situado entre los 85 y los 81,5 mm de euros entre diciembre de 2011 y diciembre de 2015, respectivamente. No obstante, un análisis más detallado de su evolución nos muestra un comportamiento diferencial a lo largo de los años.

Si bien la reducción de adjudicados entre 2011 y 2013 se debió a los traspasos a la Sareb...

Entre diciembre de 2011 y diciembre de 2013, los activos adjudicados se redujeron en 7 mm de euros. Esta reducción se debió principalmente a los activos adjudicados que se traspasaron a la Sareb. En total, el importe bruto transferido alcanzó los 32 mm de euros, con lo que sin esos traspasos, los activos adjudicados en los balances de las entidades habrían aumentado considerablemente en los años más complicados de la crisis.

...el descenso de adjudicados en 2015 se debe a una evolución más positiva de las ventas

A lo largo del año 2014, los activos adjudicados aumentaron más de 5 mm de euros, dado que los nuevos adjudicados que entraron en el balance de las entidades fueron superiores a las ventas por parte de las mismas. Sin embargo, en el año 2015, esta tendencia se ha revertido por primera vez en los últimos años. Las ventas de activos adjudicados han superado los 11 mm de euros (lo que representa un 13,7% del stock de adjudicados a comienzos de 2015), mientras que las entradas de nuevos adjudicados en los balances fue inferior a los 10 mm de euros. En conjunto, los activos adjudicados se redujeron casi 2 mm de euros (un 2,1%) a lo largo del año 2015.

La recuperación paulatina del mercado inmobiliario (véanse gráficos 2.12.B y C) debería permitir a los bancos ir reduciendo progresivamente el importe de los activos adjudicados en los próximos años, disminuyendo así el lastre que suponen estos activos improductivos en su balance y contribuyendo, por tanto, a mejorar su rentabilidad. Un mayor detalle de la evolución de las ventas de activos adjudicados en los últimos tres años puede verse en el Recuadro 2.2.

En conjunto, los activos improductivos se han reducido en el último año un 12%, si bien aún representan un porcentaje significativo del activo

Si se agregan los activos dudosos y los adjudicados en pago de deudas se obtiene un importe de alrededor de 199 mm de euros en junio de 2016 de activos improductivos mantenidos en balance que no generan ingresos en la cuenta de resultados. En el último año, este importe de activos improductivos se ha reducido en un 12%, si bien aún representa un porcentaje significativo del activo total de los bancos en su negocio en España y constituye un elemento de presión negativo sobre la cuenta de resultados y la rentabilidad de las entidades.

El crédito refinanciado o reestructurado volvió a descender en el último año

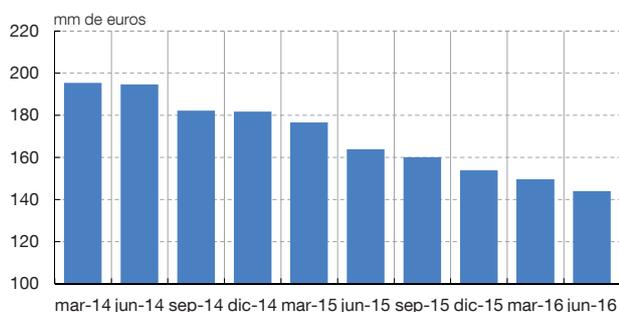
El crédito total al sector privado residente refinanciado o reestructurado se situó en 143,9 mm de euros en junio de 2016, tras descender un 12,1% en términos interanuales. Esta cifra muestra también una continuación de la tendencia observada en los últimos trimestres, si bien la caída interanual es algo más moderada que en los últimos trimestres (véase gráfico 2.13.A).

Del total de créditos refinanciados y reestructurados, un 48% se encuentran en situación de dudoso en junio de 2016, habiéndose reducido dicho porcentaje en 1,2 pp en el último año. Del mismo modo, el peso de los créditos refinanciados y reestructurados

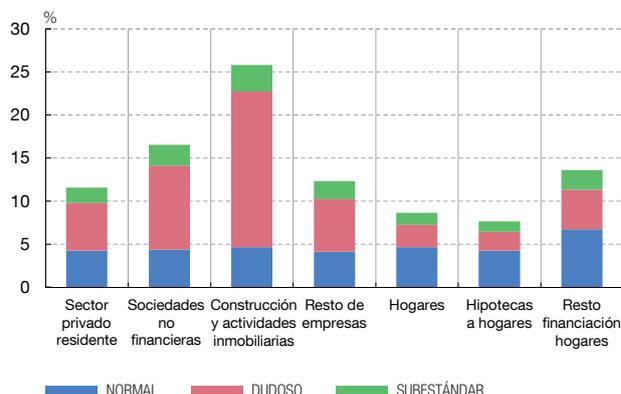
REFINANCIACIONES Y REESTRUCTURACIONES Entidades de depósito, DI.

GRÁFICO 2.13

A EVOLUCIÓN TEMPORAL DE PRÉSTAMOS REFINANCIADOS Y REESTRUCTURADOS



B PESO DE LOS PRÉSTAMOS REFINANCIADOS Y REESTRUCTURADOS SOBRE SU CARTERA RESPECTIVA Y COMPOSICIÓN SEGÚN LA SITUACIÓN DEL CRÉDITO
Junio de 2016



FUENTE: Banco de España.

calificados como subestándar se ha reducido en el último año, pasando de representar un 17,7 % en junio de 2015 a suponer un 15,4 % un año más tarde. Como consecuencia, los créditos refinanciados y reestructurados que se encuentran en situación normal han aumentado su peso en el último año en 3,4 pp, hasta el 36,6 % del total en junio de 2016 (véase gráfico 2.13.B).

En resumen, la manifestación ex post del riesgo de crédito, medida a través de diversas variables (dudosos, adjudicados, refinanciados, en saldos y flujos) ha continuado desde la publicación del último IEF con una tendencia a la mejoría, reflejo, fundamentalmente, de la estabilización y mejora de la actividad económica y empresarial, a la que contribuye el entorno de bajos tipos de interés. Adicionalmente a la reducción en el volumen de créditos dudosos, una mejora en la evolución del crédito es otro elemento relevante para poder proseguir con los descensos continuados en las ratios de morosidad.

VENTAS DE ACTIVOS ADJUDICADOS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL (2012 - 2015)

RECUADRO 2.2

Este recuadro analiza la intensidad de la comercialización de los activos inmobiliarios adjudicados durante el período 2012-2015 por parte de las entidades de depósito españolas.

Los datos utilizados en este recuadro proceden del inventario de activos inmobiliarios adjudicados (stock de adjudicados) en España en 2014 y 2015 y las ventas anuales de adjudicados durante el

Gráfico A
VENTAS POR TIPO DE ACTIVO ADJUDICADO. 2012-2015

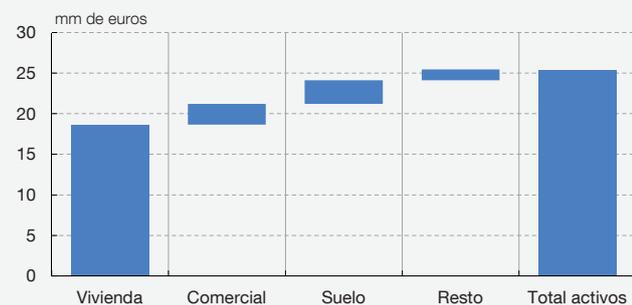


Gráfico B
VENTAS DE 2015 RESPECTO AL INVENTARIO DE 2014 (a)

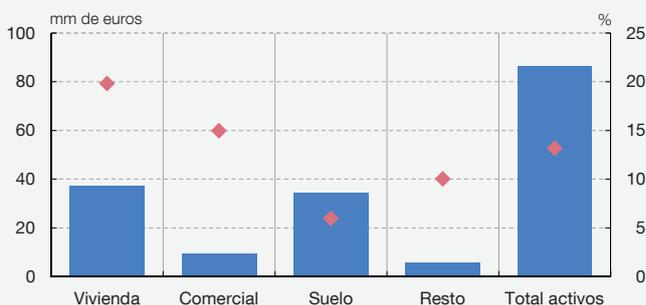
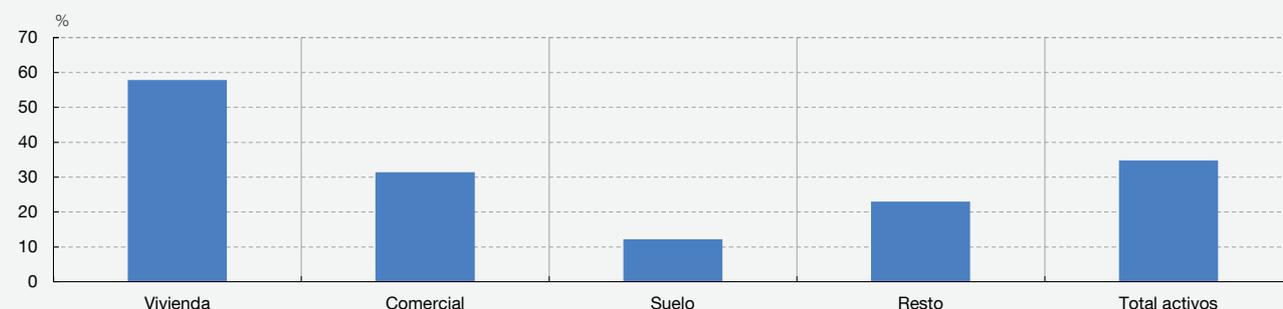


Gráfico C
PORCENTAJE DE VENTAS DE 2012-2015 RESPECTO AL INVENTARIO DE 2015, TOTAL ENTIDADES



FUENTE: Banco de España.

a Las barras en color azul referenciadas al eje izquierdo muestran el valor contable bruto del inventario de adjudicados existente en 2014, por tipo de activo, y los rombos granates, eje derecho, el porcentaje que suponen las ventas producidas durante el año 2015 sobre el valor contable bruto del inventario de adjudicados de 2014.

período 2012-2015 de las entidades integradas en los 14 grupos sujetos a supervisión directa por el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), más los procedentes de otro conjunto de entidades menos significativas: 2 cajas de ahorros, 4 bancos y las cooperativas de crédito, esto es, prácticamente la totalidad de las entidades de depósito españolas.

Para facilitar el análisis, se agrupan las ventas e inventarios de activos inmobiliarios adjudicados por tipo de activo. Los tipos considerados son: viviendas, locales comerciales y naves industriales, suelo y resto de activos inmobiliarios.

El gráfico A resume los datos para el total de entidades. En el período 2012-2015, las ventas de activos inmobiliarios de las entidades de depósito españolas alcanzaron un volumen cercano a los 25,5 mm de euros, representando las ventas de vivienda un 73 % del total (18,6 mm de euros). Las ventas de locales comerciales ascendieron a 2,5 mm de euros y las de suelo supusieron unos 2,9 mm de euros. Las ventas de otros activos inmobiliarios (elementos de promociones, activos no categorizados, etc.) se situaron en torno a los 1,3 mm de euros.

En el gráfico B se observa que la mayor parte del volumen total de activos adjudicados a diciembre 2014 en el balance de las entidades corresponde a viviendas (43 % del volumen total de adjudicados que ascendía a unos 85 mm de euros) y suelo (40 % del total). Sin embargo, se observa también cómo la proporción que representan las ventas de 2015 sobre el inventario de 2014 para viviendas es algo más del triple que para el suelo. Esto es, para el tipo de activo viviendas, se ha vendido en 2015 un 20 % de los 37 mm de euros que había en el inventario de 2014. Por el contrario, en la categoría de suelo, se ha vendido sólo un 6 % de los 34 mm de euros que existían en balance a diciembre de 2014.

Considerando la intensidad de ventas de adjudicados en un período más amplio, el gráfico C muestra cómo, en media, las entidades han vendido en el período 2012-2015 adjudicados por un valor de aproximadamente el 35 % del valor del inventario en 2015. Por categorías de activo, se observa que las viviendas presentan el mayor porcentaje de venta (58 %), mientras que el suelo presenta el menor porcentaje (12 %).

2.1.2 RIESGO SISTÉMICO

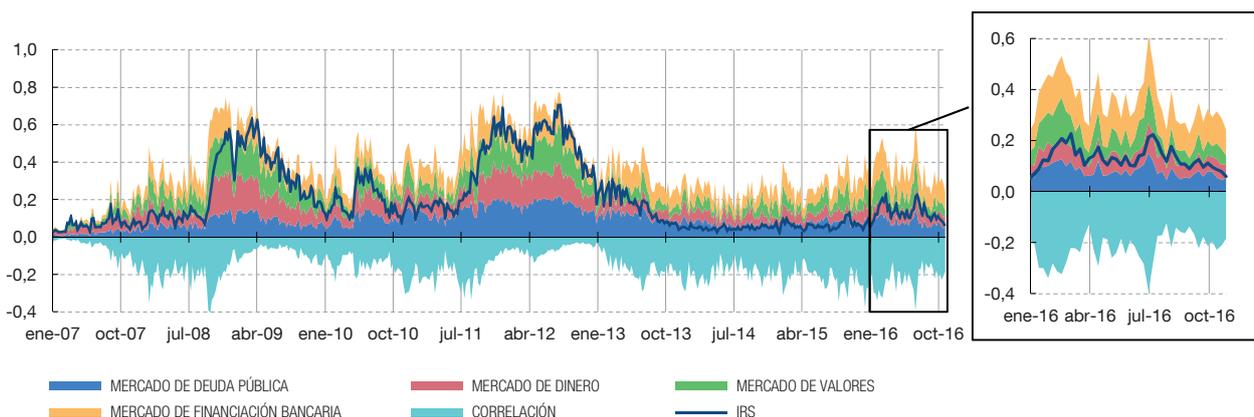
El nivel del IRS aumentó a comienzos de año y a finales de junio, pero actualmente se encuentra en niveles reducidos

En lo que llevamos de 2016, dos episodios han aumentado el nivel del indicador de riesgo sistémico (IRS, véase gráfico 2.14.A). En primer lugar, a comienzos de año y hasta finales de febrero, la mayor incertidumbre en los mercados financieros debida, entre otros factores, a la rebaja de las previsiones de crecimiento, la desaceleración de las economías emergentes, la baja rentabilidad del negocio bancario, el aumento de los requisitos regulatorios y otros elementos idiosincrásicos procedentes de ciertos sistemas bancarios y entidades, se tradujo en correcciones a la baja en los mercados bursátiles y en un aumento progresivo en el nivel del IRS, el cual se relajó a partir de entonces. El segundo episodio fue más abrupto y su causa más específica. Como consecuencia del resultado del referéndum de permanencia del Reino Unido en la UE, la última semana de junio y las dos primeras de julio, los valores del IRS subieron rápidamente hasta niveles cercanos a los alcanzados en el primer episodio de tensión financiera de comienzos de año. No obstante, a partir de mediados de julio, el IRS se ha reducido, reflejando menores niveles de estrés en el sistema, al igual que ha ocurrido en otros países.

A través de un modelo denominado CoVaR es posible cuantificar la contribución de las entidades españolas al riesgo sistémico del conjunto del área del euro⁹. La evolución reciente del CoVaR medio de las entidades españolas se ha mantenido muy lejos de los niveles de alerta sistémica que alcanzó entre 2008 y 2013 (véase gráfico 2.14.B). No obstante, sí se observan pequeños aumentos puntuales en el CoVaR relacionados con los episodios de turbulencias que se han producido a comienzos de 2016 y tras el referéndum británico, que ya han revertido hasta niveles inferiores. Por otro lado, persiste una fuerte volatilidad en el percentil 5 del CoVaR de las entidades europeas, lo cual muestra una fuerte heterogeneidad en las contribuciones al riesgo sistémico de distintas entidades europeas.

⁹ Para una explicación del modelo CoVaR, véase IEF de mayo de 2015.

A INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO (IRS) (a)



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



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.
- b A través del modelo denominado CoVaR se calcula el impacto que produciría una situación de estrés en una entidad sobre el sistema financiero.

2.1.3 RIESGO DE FINANCIACIÓN

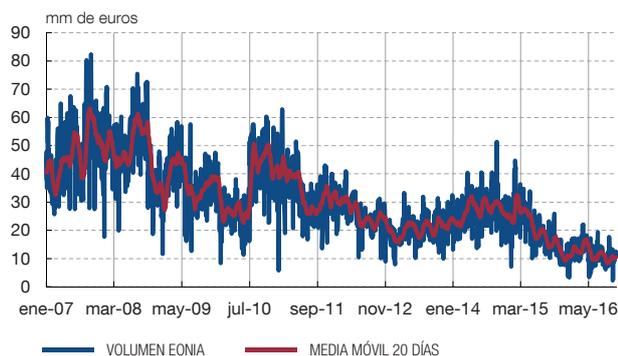
La actividad en los mercados interbancarios del área del euro se ha mantenido muy débil...

... en el contexto de la política de provisión de liquidez por parte del Eurosistema

Desde el último IEF, la actividad en los mercados interbancarios del área del euro se ha mantenido muy débil. El gráfico 2.15.A muestra la evolución del volumen de contratación del Eonia, que continuó la tendencia decreciente iniciada en enero de 2015, volviendo a situarse en el tercer trimestre de 2016 en niveles similares a los mínimos que había alcanzado a finales de 2015. En el mercado interbancario español la evolución fue similar, con volúmenes negociados muy reducidos tanto en el segmento garantizado como en el no garantizado y con un papel muy escaso de este último.

Esta falta de actividad en los mercados interbancarios es, en gran medida, consecuencia de la política de provisión de liquidez por parte del Eurosistema, articulada mediante diversos programas de compra de activos y operaciones de refinanciación, entre las que se encuentra la serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, en sus siglas en inglés) que comenzó a ejecutarse en junio de 2016. El gráfico 2.15.C muestra la evolución del saldo vivo de las subastas del BCE, tanto para el conjunto del Eurosistema como para las entidades residentes en España. En él se observa cómo las entidades de crédito europeas, y las españolas en particular, han seguido recurriendo en gran medida a los fondos del Eurosistema, permaneciendo la financiación obtenida vía subastas prácticamente constante durante el último año. De hecho, desde finales de octubre de 2015 hasta finales de octubre de 2016 la apelación bruta aumentó solamente

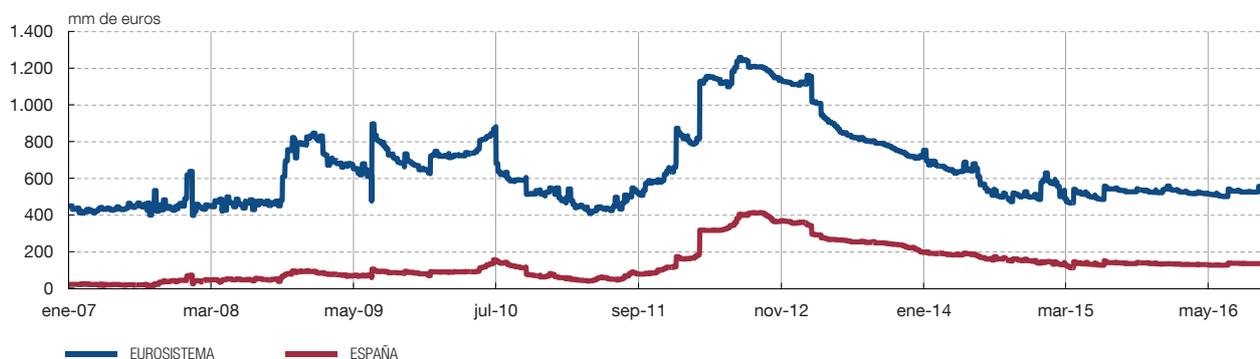
A VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DEL EONIA



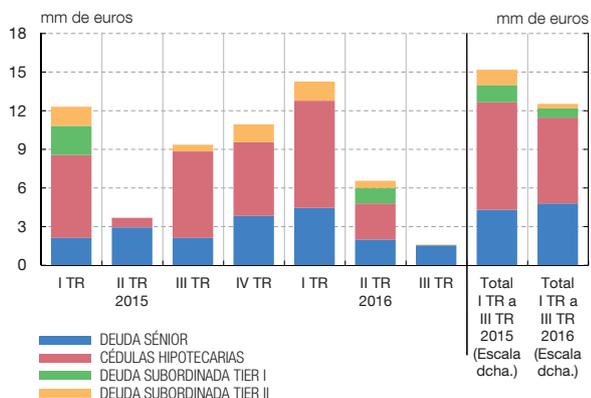
B PRÉSTAMO BRUTO A ESPAÑA SOBRE TOTAL EUROSISTEMA



C SALDO VIVO DE LAS SUBASTAS DEL EUROSISTEMA



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



E COSTE DE FINANCIACIÓN EN MERCADOS DE LA BANCA ESPAÑOLA, POR TIPO DE PRODUCTO



FUENTES: Bloomberg, Dealogic y Banco de España.

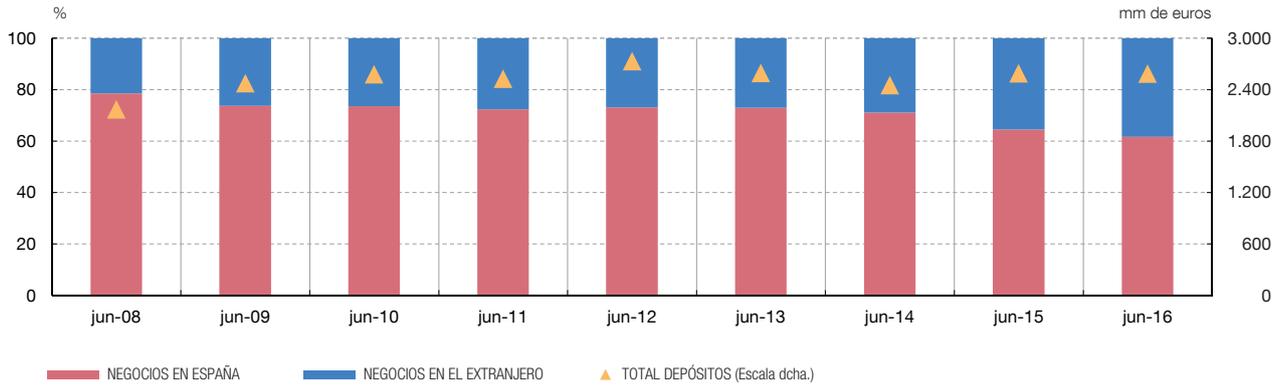
a Último dato: 26 de octubre.

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

un 3,3 % en el total del Eurosistema y disminuyó un 1,5 % en el caso de España. En consecuencia, el porcentaje de préstamo a entidades españolas sobre el total del Eurosistema se ha mantenido inalterado, como muestra el gráfico 2.15.B, que recoge la evolución del volumen adjudicado en las subastas a entidades residentes en España como porcentaje del total proporcionado por el Eurosistema. En concreto, la cuota de adjudicación de fondos a entidades residentes en España en las subastas se situó en septiembre de 2016 en un

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.16



FUENTE: Banco de España.

valor medio del 25,5 %. No obstante, esta cuota resulta menos representativa a medida que avanza el programa de compras del Eurosistema, ya que la importancia relativa de las operaciones de refinanciación disminuye. De hecho, la liquidez inyectada por esta última vía, algo más de 500 mm de euros en total, supone aproximadamente la mitad del importe previsto por el Eurosistema mediante el programa de compras.

Por lo que respecta a la financiación a más largo plazo, en los tres primeros trimestres de 2016, las entidades de depósito españolas han emitido casi 8 mm de euros de deuda sénior y más de 11 mm de euros de cédulas hipotecarias, mientras que la emisión de deuda subordinada computable a efectos de capital de nivel 1 (AT1) y de capital de nivel 2 (T2) ha sido mucho más limitada (véase gráfico 2.15.D). La actividad emisora se concentró en el primer trimestre del año, y se ha reducido a partir de entonces, mientras que las condiciones de financiación, como se observa en el gráfico 2.15.E, han mejorado a lo largo del año.

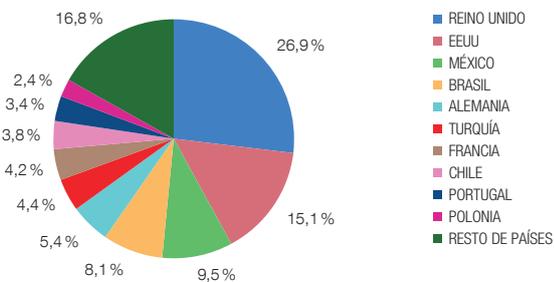
El importe de las emisiones de deuda sénior y de cédulas hipotecarias en los tres primeros trimestres del 2016 se ha reducido respecto al año anterior

En términos comparados respecto a los tres primeros trimestres del año anterior, las emisiones de deuda sénior han aumentado ligeramente, mientras que las de cédulas hipotecarias se han reducido, de forma que el conjunto de ambos tipos de emisiones se ha reducido respecto al año 2015.

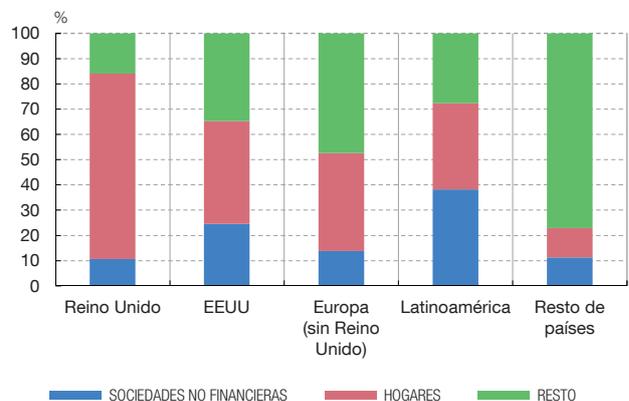
EXPOSICIÓN INTERNACIONAL
Entidades de depósito. Junio de 2016

GRÁFICO 2.17

A DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS

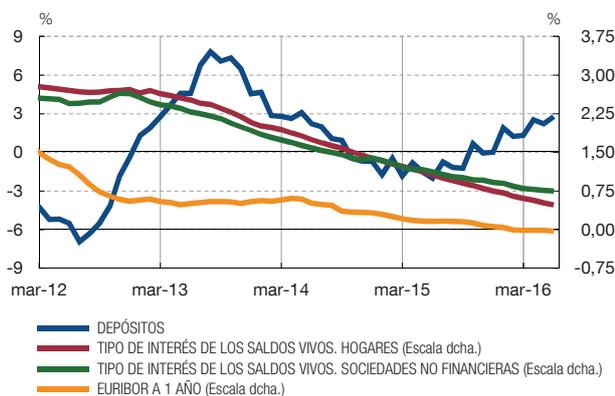


B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS POR CONTRAPARTE

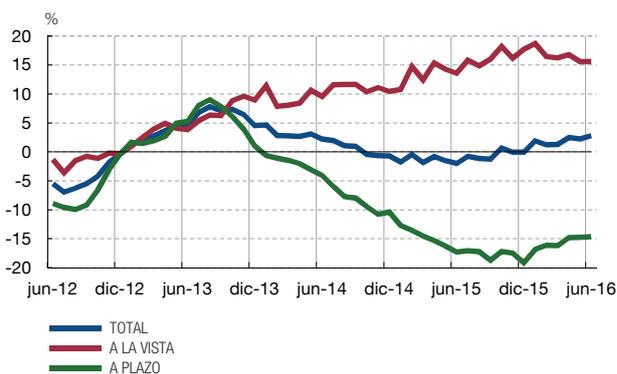


FUENTE: Banco de España.

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



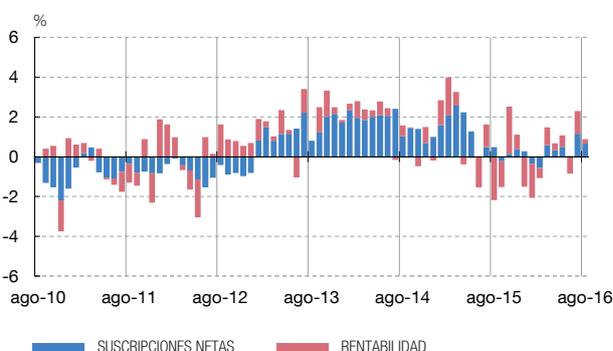
B DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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



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



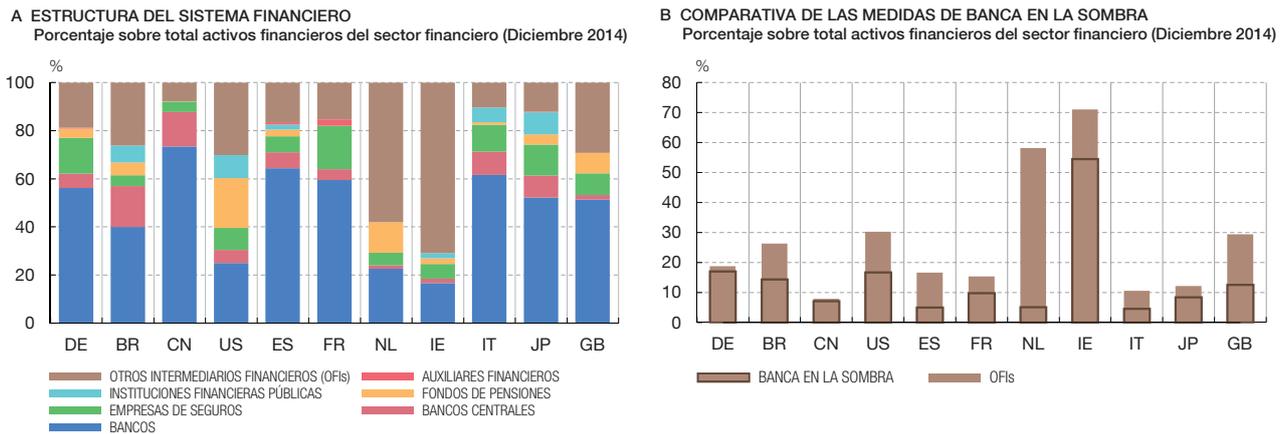
FUENTES: CNMV y Banco de España.

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

Los depósitos del sector privado a nivel consolidado crecieron un 1,9% en junio de 2016 en comparación con el mismo mes de 2015, principalmente por la positiva evolución del negocio en el extranjero, donde estos depósitos crecieron un 10,7% (véase gráfico 2.16). En particular, cabe destacar la importancia relativa que representa el negocio en Reino Unido y EEUU (véase gráfico 2.17.A), que en junio de 2016 supone más de una tercera parte de los depósitos en el extranjero. Por otra parte, en Reino Unido, Europa (sin Reino Unido) y EEUU los depósitos minoristas captados por las entidades de depósito españolas proceden principalmente de hogares (destaca Reino Unido, país en el que los depósitos de hogares suponen el 73,4% del total de depósitos), y en menor medida de sociedades no financieras. En Latinoamérica, por el contrario, los depósitos de hogares y sociedades no financieras representan un volumen similar sobre el total de depósitos (entre el 35% y el 40%, véase gráfico 2.17.B).

Los depósitos minoristas se han recuperado ligeramente en el último año, pese al mantenimiento de la tendencia de caídas en los tipos de interés

Durante el último año ha proseguido la tendencia a la baja en los tipos de interés de los depósitos. Pese a ello, los depósitos minoristas captados por las entidades españolas (depósitos de hogares y sociedades no financieras), analizados a través de los datos procedentes de los estados individuales, correspondientes a los negocios en España, crecieron un 2,8% en tasa interanual en junio de 2016 (véase gráfico 2.18.A), lo que supone un asentamiento de la tendencia al alza en las tasas de variación iniciada a principios de 2015. A pesar de la baja rentabilidad de los depósitos, los también bajos rendimientos de sus alternativas y la notable volatilidad observada en los mercados bursátiles han posibilitado



FUENTES: FSB y Banco de España.

la mencionada recuperación. No obstante, también debido a esa baja rentabilidad, son los depósitos a la vista los que crecen en el último año (15,6 % en junio de 2016), habiéndose acelerado dicho crecimiento en comparación con el de un año antes. Por su parte, los depósitos a plazo continuaron descendiendo, si bien moderaron su tasa de caída desde el 17,3 % en junio de 2015 hasta el 14,6 % en junio de 2016 (véase gráfico 2.18.B).

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

El resultado del descenso del crédito y de la recuperación de los depósitos de hogares y sociedades no financieras es, tal y como ha venido sucediendo en los últimos años, un descenso de la ratio crédito-depósitos en el último año, como continuación de una marcada tendencia a la baja iniciada en 2007 (véase gráfico 2.18.C). Un análisis general de ciertos indicadores del riesgo de liquidez al que se enfrentan las entidades españolas puede verse en el Recuadro 2.3.

Por otro lado, el patrimonio de los fondos de inversión se redujo a finales de 2015 y a principios de 2016, como consecuencia de las rentabilidades negativas que reflejaban el episodio de inestabilidad en los mercados financieros acaecido en esas fechas. A partir de marzo, el patrimonio de los fondos de inversión comenzó a crecer, tanto por unas rentabilidades positivas como por el aumento de las suscripciones netas. Esta tendencia se frustró por la caída ocurrida en junio, debido a las rentabilidades negativas influidas por el Brexit. En julio se produjo un destacado repunte, mientras que los últimos datos disponibles, de agosto, apuntan a que continúa el crecimiento de su patrimonio, aunque de forma ligera (véase gráfico 2.18.D). En conjunto, entre agosto de 2015 y agosto de 2016 el patrimonio neto de los fondos de inversión creció en casi 7 mm de euros, un 3,2 %.

El porcentaje de banca en la sombra en España se aproxima al 5 % del total activo de las instituciones financieras, una cifra no superior a la de otros países avanzados

En relación con el conjunto de intermediarios financieros que constituyen la banca en la sombra (*shadow banking* en inglés), para aislar y medir su alcance, el FSB se ha basado hasta ahora en un enfoque por entidades centrado en el sector de las Instituciones Financieras que definen como «Otros Intermediarios Financieros» (OFIs) (ver la comparativa por países de la estructura del sistema financiero en el gráfico 2.19.A), y ajusta a la baja su valor para excluir a las entidades que no están involucradas en intermediación crediticia o cuyas actividades no generan riesgos de esta índole. Una vez acotado su ámbito, la banca en la sombra se aproximaría en España al 5 % del total de los activos de las instituciones financieras. Estas cifras no son superiores a las de otros países avanzados (véase gráfico 2.19.B). Este tamaño relativo hace pensar que estas fuentes de financiación alternativa para la economía española no pueden tener a corto plazo un impacto muy relevante en el mercado de crédito, aunque puede haber desarrollos incipientes, que será necesario monitorizar convenientemente.

En este recuadro se analizan medidas representativas del riesgo de liquidez sistémica de la banca española, entendido como la tendencia de las instituciones financieras a minusvalorar, normalmente bajo condiciones de mercado favorables, la posibilidad de no ser capaces de obtener financiación en los mercados a un precio razonable. Esto conduce, en ocasiones, a «desequilibrios» de liquidez que se corrigen de forma desordenada. En estos contextos estresados, no solo se endurece el acceso a la financiación de calidad (capital, deuda a largo plazo), sino que también se dificulta la liquidación de las carteras de valores, lo que puede retroalimentar el estrés en los mercados.

Este riesgo consta de dos dimensiones. La primera se refiere al riesgo de liquidez de financiación (RLF), esto es, al riesgo de experimentar dificultades para hacer frente a salidas de caja previstas (por ejemplo, repago de la deuda) con la emisión de nueva financiación. Su análisis se apoya en el estudio de la «liquidez» de los balances bancarios, tanto desde una perspectiva de pasivo (tipo de financiación y coste) como de activo (activos líquidos frente a ilíquidos). La segunda dimensión recoge el riesgo de liquidez de mercado (RLM), o el riesgo de no poder vender un activo financiero con rapidez y sin afectar materialmente a su precio, y se analiza a partir de indicadores como, entre otros, el coste de operar en una plaza financiera o el volumen negociado por periodo en la misma.

En los últimos años, el RLF de los principales sistemas bancarios ha tendido a disminuir, ya que las fuentes de financiación de los bancos se han vuelto más estables y sus carteras de valores se encuentran dominadas, en la actualidad, por activos de mayor calidad y más fáciles de liquidar, como la deuda pública. Este desarrollo recogería la recomposición de activos y pasivos que siguió a la crisis financiera, además de la influencia del nuevo marco regulatorio, en el que determinados requisitos de liquidez, como el LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) y el NSFR (*Net Stable Funding Ratio*),

se encuentran en fase de implantación. Más dudas existen, sin embargo, sobre la exposición de las entidades al RLM. Las llamadas de atención de algunos organismos (FMI, Banco de Inglaterra) sobre la aparente falta de liquidez de algunos mercados secundarios ponen de relieve que este riesgo ha podido incrementarse recientemente.

Esto último tiene implicaciones para la estabilidad financiera: si el RLM ha aumentado porque los mercados son menos líquidos, las entidades tendrán más dificultades para hacer caja con sus carteras de valores, y ello aunque en la composición de éstas hayan ganado peso activos muy líquidos (deuda pública). En situaciones de estrés, los bancos pueden incurrir en pérdidas por la venta de títulos y ver restringido el acceso a ciertas fuentes de financiación a través, por ejemplo, de una mayor exigencia de garantías en la operativa con colateral, lo que tiende a reforzar los problemas de liquidez de los mercados.

A continuación, se presentan métricas para la banca española relacionadas con las dos dimensiones del riesgo que se analiza.

Tras la crisis financiera y, sobre todo, la soberana, se aprecia una mejora significativa de la posición de liquidez de las entidades españolas en términos de RLF, en una línea similar a la ya comentada para los principales sistemas bancarios. Así, la proporción de pasivos estables en el balance de las entidades ha aumentado de forma notable, entre otros, por el mayor peso de los depósitos OSR (Otros Sectores Residentes) y el patrimonio neto o la menor dependencia de la financiación interbancaria (véase gráfico A). Además, conviene recordar que desde que se mitigaron las tensiones soberanas, ha caído de forma abrupta el coste de captar otra financiación de mercado como la instrumentalizada a través de cédulas hipotecarias o títulos sénior y subordinados, lo que supone un incentivo para alargar los vencimientos de las nuevas emisiones

Gráfico A
LIQUIDEZ DEL PASIVO BANCARIO

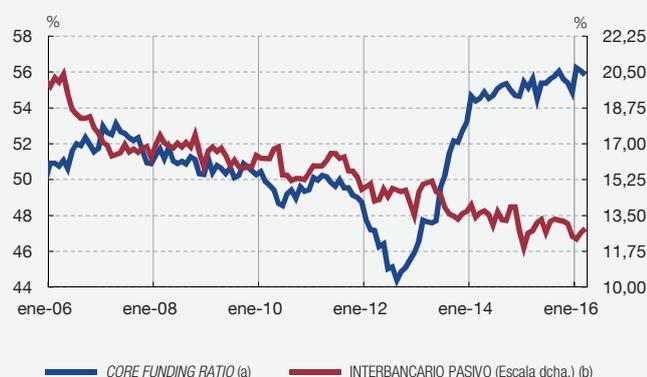
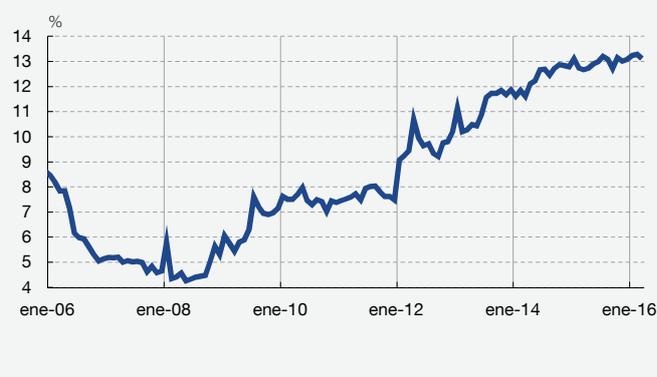


Gráfico B
LIQUIDEZ DEL ACTIVO BANCARIO (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Suma de depósitos OSR y patrimonio neto con respecto a activo total.
- b Interbancario (incluye repos con otras entidades) sobre activo total.
- c Incluye deuda pública, caja y depósitos en bancos centrales sobre activo total.

(menor riesgo de «descuadre» entre activo y pasivo y, por tanto, mayor liquidez). En cuanto al activo, el aumento de las tenencias de deuda soberana en las carteras de valores bancarias, a priori los más líquidos del mercado, representaría una mejora de la liquidez (véase gráfico B). En la actualidad, estos títulos suponen en torno al 71 % de la cartera de renta fija del sistema bancario español, frente al 38 % de 2007.

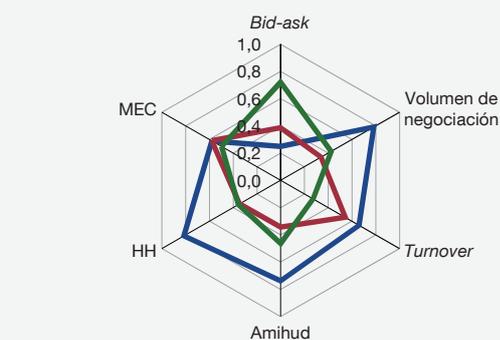
El comportamiento del RLF debe ponerse en contraste, como se ha apuntado, con la evolución del RLM al que está expuesto la banca española. Sobre la evolución de este riesgo existe una amplia discusión en distintos ámbitos internacionales, ya que se han observado numerosos cambios en los participantes en los mercados financieros (menor actividad de los *dealers*, mayor peso de las plataformas electrónicas en los mercados de renta fija y aumento de la negociación a través de algoritmos computacionales, mayor presencia de inversores a vencimiento...) que pueden cambiar el nivel de liquidez de los mismos, al tiempo que se han registrado varios movimientos puntuales de funcionamiento atípico en la negociación de los mercados. No obstante, este es un concepto difícil de medir ya que se aproxima a través de distintos indicadores y, estos no siempre arrojan la misma señal. A modo ilustrativo, se presenta un análisis de indicadores de liquidez para los dos valores que representan el grueso de la cartera doméstica de las entidades españolas: la deuda del Tesoro y el IBEX 35. Estas medidas se refieren a características deseables de la liquidez de mercado: 1) presencia de costes de transacción reducidos (*spread bid-ask*), 2) actividad negociadora elevada (volumen negociado, ratio *turnover*), 3) capacidad de absorción de las órdenes que llegan a los mercados sin un

movimiento brusco en las cotizaciones (ratios de Amihud y HH), y 4) eficiencia en la formación de precios (medida MEC). Los gráficos C y D recogen una comparativa para estos indicadores en tres periodos (antes de la crisis financiera, durante la crisis y en la actualidad).

Según estas medidas, la métrica que refleja una mejora clara de la liquidez con respecto al periodo pre-crisis es la de costes de transacción (en el caso del IBEX). En el resto de indicadores, hay algunas señales de deterioro. Así, la actividad negociadora, entendida como volumen de títulos negociados en un periodo, supera el nivel previo a la crisis en la deuda del Tesoro pero no en el IBEX; sin embargo, cuando esta medida se divide entre el tamaño de cada mercado (ratios *turnover*), la liquidez se resiente en todas las plazas. La capacidad del mercado para absorber órdenes (ratios de Amihud y HH) empeora de forma sustancial en el IBEX, mientras que en el caso de la deuda del Tesoro, las lecturas son más difusas, aunque se aprecia cierto deterioro. La medida MEC, finalmente, no experimenta cambios significativos en los dos periodos.

Como conclusión, es cierto que se aprecia una mejora en el perfil de financiación de las entidades españolas, lo que acompañado por un mayor colchón de activos líquidos reduce la exposición al RLF. Sin embargo, en relación con la exposición al riesgo de liquidez sistémica, que engloba al RLF y al RLM, se aprecia cierto deterioro, pero no para todos los indicadores, los cuales, a su vez, no contribuyen con la misma importancia, por lo que el análisis debe realizarse con cautela, no siendo posible llegar a una conclusión firme respecto al riesgo de liquidez comentado.

Gráfico C
LIQUIDEZ DEL IBEX35 (a)



— ANTES DE LA CRISIS (JUNIO DE 2006-JULIO DE 2007)

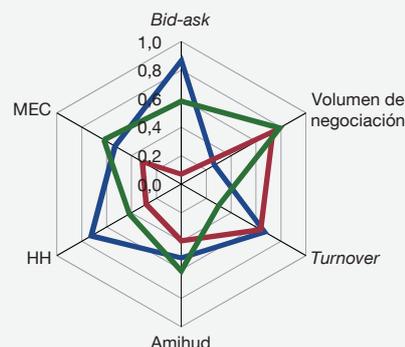
— CRISIS SOBERANA (JUNIO DE 2011-AGOSTO DE 2012)

— ACTUALIDAD (ENERO DE 2015-JUNIO DE 2016)

FUENTES: Banco de España y Datastream.

a Valores estandarizados entre 0 y 1 para cada indicador (utilizando medias para cada período). Cuanto más cerca de 1, mayor liquidez. Debido a la falta de datos, el período de antes de la crisis comienza en junio de 2006 en el caso del IBEX35 y en enero de 2005 en el caso de la deuda del Tesoro. Los indicadores utilizados son los siguientes: *Bid-Ask*: diferencia entre precio más alto que un comprador está dispuesto a pagar por un título y el más bajo al que un vendedor está dispuesto a vender (calculado para el conjunto de cada mercado); volumen de negociación: transacciones en euros; *turnover*: volumen de negociación sobre saldo vivo (Tesoro) o capitalización bursátil (IBEX35); Amihud: rendimiento absoluto sobre volumen negociado; HH (Hui-Heubel): rango de rendimientos (precio máximo y mínimo de las últimas sesiones) sobre ratio *turnover*; y MEC (*Market Efficiency Coefficient*): varianza de rendimientos semanales sobre varianza de rendimientos diarios multiplicada por cinco (ventanas muestrales de tres meses).

Gráfico D
LIQUIDEZ DE LA DEUDA DEL TESORO (a)



2.2 Rentabilidad

El resultado consolidado de las entidades españolas en la primera mitad de 2016 fue de 7,6 mm de euros, casi un 30 % inferior al del mismo período del año anterior

El margen de intereses y el resultado de operaciones financieras reducen el resultado consolidado, mientras que las provisiones lo mejoran

La reducción de los costes financieros no ha sido suficiente para compensar el descenso de los productos financieros, por lo que el margen de intereses cae

Durante los primeros seis meses de 2016, el resultado consolidado atribuido a la entidad dominante del agregado de entidades de depósito españolas superó los 7,6 mm de euros, lo que supone un descenso de casi el 30 % respecto al resultado obtenido en el mismo período del año 2015 (véase Anejo 2). Esta reducción se traduce en que la rentabilidad sobre activos (ROA) después de impuestos del conjunto de entidades de depósito españolas disminuya 17 puntos básicos (pb) en el último año, desde el 0,59 % de junio de 2015 al 0,42 % de junio de 2016. En la misma línea, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) después de impuestos también se reduce, en su caso más de 2,5 pp, desde el 8,8 % del año anterior al 6,1 % del año en curso, ligeramente por encima de la media europea y de la media de los países del MUS (con datos de la ABE a junio de 2016¹⁰, véase gráfico 2.20).

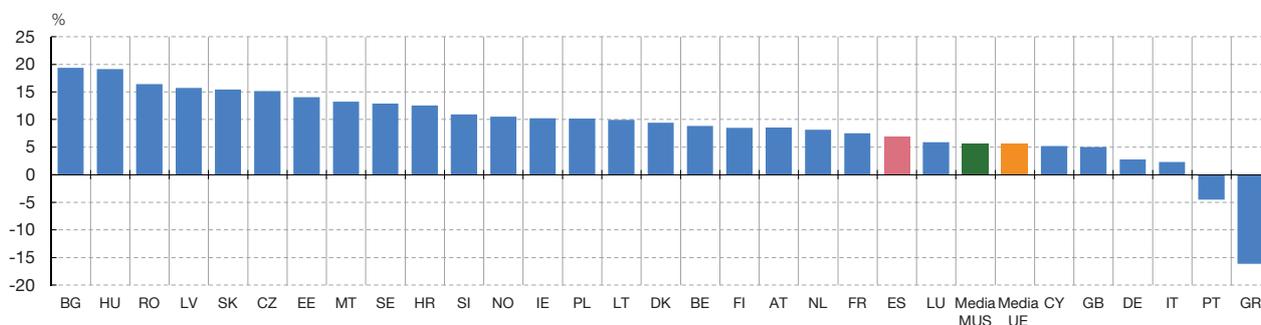
El gráfico 2.21.A muestra la contribución de los componentes principales de la cuenta de resultados al resultado consolidado en términos del activo total medio (ATM), así como la variación de un año a otro, que da como resultado la reducción de 17 pb en el ROA. Se puede observar que la única partida que mejora de junio 2015 a junio de 2016 son las pérdidas por deterioro de activos financieros, que continúan la tendencia a la baja registrada de manera ininterrumpida desde finales de 2012 (véase gráfico 2.21.B). La contribución de las comisiones y los gastos de explotación en términos de ATM se han mantenido estables en el último año. Por el contrario, el margen de intereses, el resultado de operaciones financieras (que incluye las diferencias de cambio) y el resto de partidas han reducido su aportación al resultado final alcanzado en junio de 2016.

La mayor parte de la caída (cercana al 37 % interanual, véase Anejo 2) en el resultado de operaciones financieras se produce como consecuencia de lo ocurrido con las diferencias de cambio, debido en buena medida a la depreciación de la libra esterlina a lo largo de la primera mitad de 2016, derivada de la incertidumbre sobre el referéndum británico. Como ya se ha comentado (gráfico 2.2.A), el mercado británico es el país en el que la exposición de las entidades españolas es mayor.

Por la parte alta de la cuenta de resultados, la que mejor refleja el negocio bancario puro, tanto los productos financieros como los costes financieros se reducen en la misma proporción, un 3,2 % en tasa interanual en el último año, provocando una caída del margen de intereses también de un 3,2 %. En períodos anteriores, el margen de intereses no se había reducido porque los descensos en los costes financieros habían sido

COMPARACIÓN EUROPEA DE LA RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS. JUNIO DE 2016

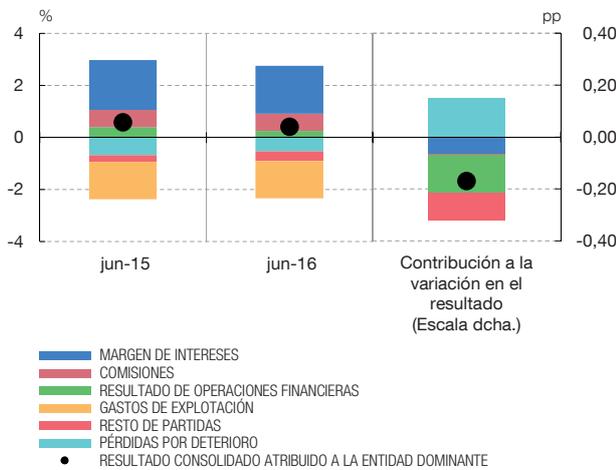
GRÁFICO 2.20



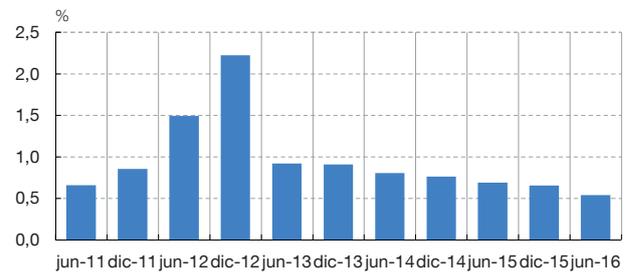
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

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

A CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES A LA VARIACIÓN DEL RESULTADO CONSOLIDADO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE EN JUNIO DE 2016. PORCENTAJE SOBRE ATM



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



FUENTE: Banco de España.

superiores a las caídas en los productos financieros. No obstante, como ya se comentaba en anteriores IEF, el recorrido de bajada por el lado de los costes financieros es cada vez más limitado.

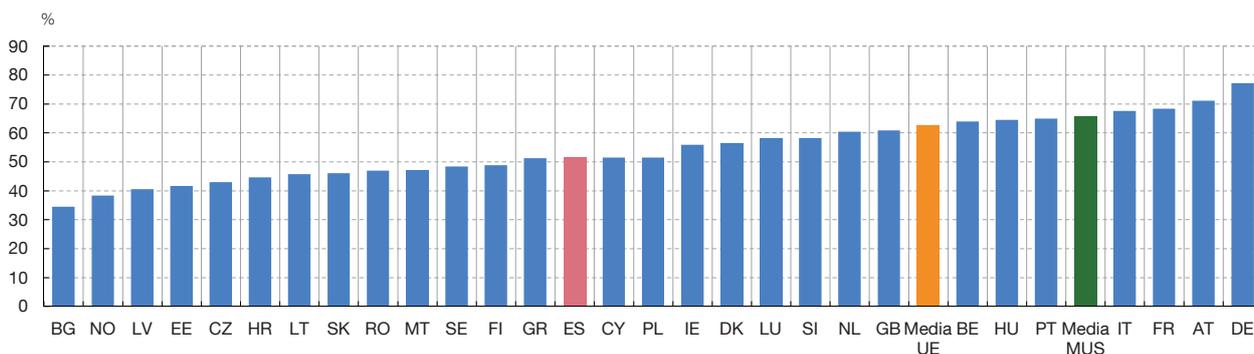
La política monetaria expansiva en la zona del euro ha llevado a que los tipos de interés de mercado se sitúen en niveles reducidos, y negativos en algunos casos. La prolongación de un escenario de tipos bajos supone una presión sobre el margen de intereses, aunque, por otro lado, contribuye a aliviar la carga financiera de los prestatarios, en particular, en aquellos países, como España, donde el peso relativo de los préstamos a tipo variable es elevado. En este contexto, resulta pertinente reflexionar respecto a la situación en la que se encuentran los sistemas bancarios de nuestro entorno y comprobar diferentes características que determinan la situación de sus cuentas de resultados.

El sistema bancario español es más eficiente que el de los principales países europeos y que la media europea

Por ejemplo, es relevante examinar la forma en que se generan los márgenes, en términos de eficiencia, por parte de los diferentes sistemas bancarios. En otras palabras, se trata de conocer cómo de costoso supone para las entidades obtener sus márgenes. En la medida en que las entidades sean más eficientes en la gestión de sus recursos para la generación de resultados, mayores posibilidades tendrán de poder regenerar parte de la erosión en sus márgenes originada a partir de situaciones como la actual de tipos de interés muy reducidos. En el gráfico 2.22 se puede observar cómo el sistema bancario español es más eficiente (menor valor de la ratio de eficiencia) que el de los principales países europeos y que la media europea. Esto es, el coste incurrido para llevar a cabo el negocio bancario en términos de margen obtenido, es de los menores en relación con los principales sistemas bancarios europeos. Por tanto, una alternativa para hacer frente a una situación de estrechamiento continuo de márgenes, es la de seguir trabajando en la realización del negocio bancario de la forma más eficiente posible.

La evolución de la rentabilidad en la actividad en España se ha movido en la misma línea...

En los negocios en España, utilizando datos de los estados financieros individuales, la evolución de la rentabilidad en la primera mitad de 2016 de los bancos españoles se ha movido en la misma línea que la procedente de su actividad consolidada a nivel global, aunque el resultado final ha sido algo menos negativo. Así, el resultado antes de impuestos



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

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

...que la actividad consolidada a nivel global...

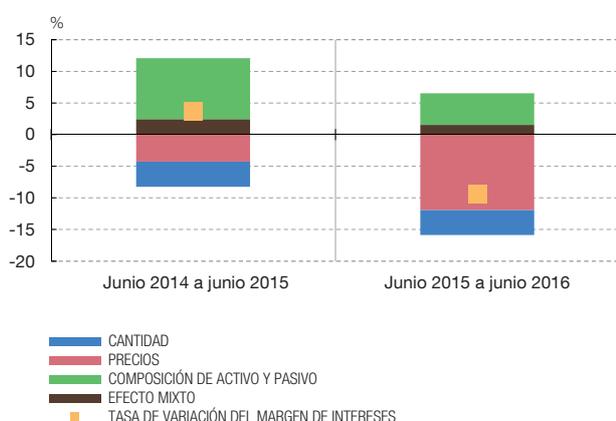
solo descendió un 3,5 % respecto a junio del año pasado, resultando en un ROE del 5,7 %. El principal motivo detrás de esta menor reducción del resultado es la importante caída experimentada en las pérdidas por deterioro de activos financieros, que disminuyen más del 40 % en el último año, frente al 21 % a nivel consolidado.

...aunque el margen de intereses cayó en mayor medida en los negocios en España

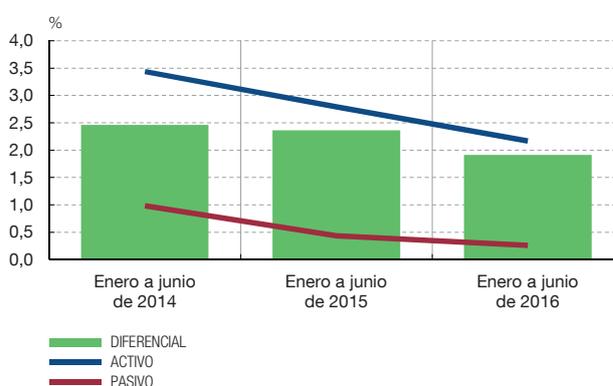
Por el contrario, el margen de intereses de la actividad en España cayó en mayor medida que a nivel consolidado global. Entre junio de 2015 y junio de 2016, el margen de intereses se redujo un 9,4 %. El gráfico 2.23.A muestra el porcentaje de este descenso explicado por cada elemento. Se observa que el efecto de los tipos de interés aplicados a los activos rentables y los pasivos onerosos (efecto precio, determinado por los muy bajos tipos de activo y el poco recorrido de descenso que les queda a los de pasivo) es el que mayor proporción explica del descenso del margen de intereses en el primer semestre de 2016. El año anterior este impacto también fue negativo, pero de menor intensidad que en el ejercicio actual. En la primera mitad de 2016, la caída de los tipos marginales de las nuevas operaciones de activo ha sido más pronunciada que el descenso de los tipos

RENTABILIDAD
Negocios en España, DI

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



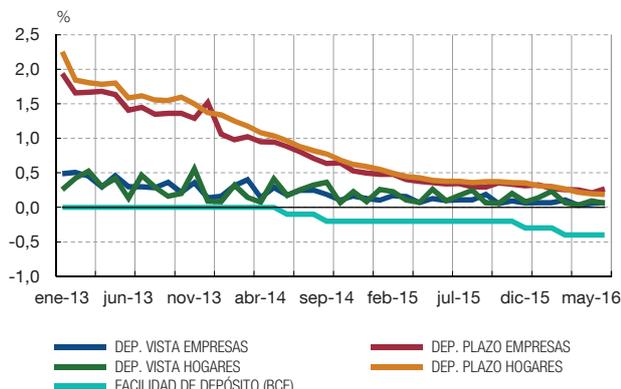
B TIPOS MARGINALES DE ACTIVO Y DE PASIVO (a)



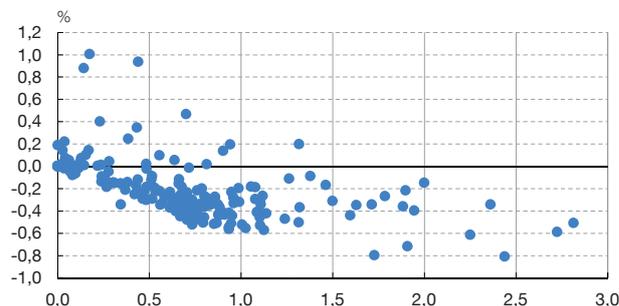
FUENTE: Banco de España.

a Los tipos de interés marginales se refieren a los establecidos en operaciones iniciadas o renovadas en el mes anterior de referencia, ponderándose dichas operaciones por su volumen. Los tipos marginales ponderados de activo incluyen, entre otros, los vigentes para la financiación de vivienda, consumo y crédito a empresas no financieras, mientras que los de pasivo incluyen imposiciones a plazo fijo y cesiones temporales de activos, entre otros.

A FACILIDAD DE DEPÓSITO Y TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES



B RELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DEL COSTE MEDIO DEL PASIVO ENTRE JUNIO DE 2015 Y JUNIO DE 2016 (eje Y) Y EL COSTE MEDIO EN JUNIO DE 2015 (eje X)



FUENTE: Banco de España.

marginales de las nuevas operaciones de pasivo, con limitada capacidad para seguir descendiendo, dado su nivel actual (véase gráfico 2.23.B).

El impacto sobre el margen de intereses de la actividad (efecto cantidad) también es negativo en el primer semestre de 2016, y su magnitud muy similar a la del año anterior, reflejo de que la actividad bancaria aún no está repuntando (como se ha descrito anteriormente, el volumen total de crédito continúa reduciéndose, gráfico 2.6.A). Finalmente, la contribución de los cambios en la composición del activo y pasivo (efecto estructura), aunque sigue siendo positiva, su intensidad ha sido notablemente menor a la del año anterior, e insuficiente para compensar los anteriores impactos negativos.

El margen de maniobra por el lado de los costes del pasivo es cada vez menor

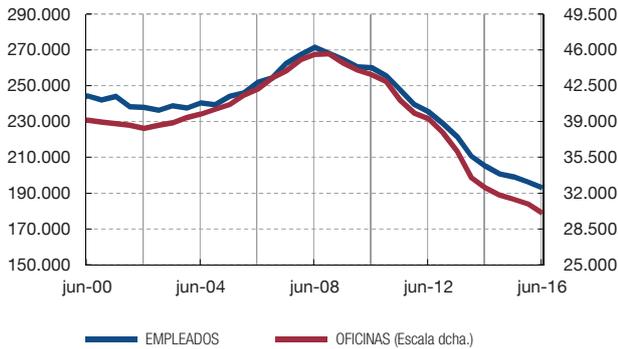
Como se ha comentado anteriormente, por el lado del pasivo no queda mucho recorrido de bajada, dado el reducido nivel de los tipos de interés de los nuevos depósitos, a la vista y a plazo, de hogares y empresas no financieras (véase gráfico 2.24.A). En la misma línea apunta el gráfico 2.24.B, que muestra que las mayores caídas en el coste medio del pasivo entre junio de 2015 y junio de 2016 se produjeron en las entidades cuyo coste medio en junio de 2015 era más alto. O lo que es lo mismo, aquellas entidades con costes de pasivo muy bajos tienen muy poco margen de maniobra para poder seguir reduciendo sus costes de financiación.

Solo la significativa reducción de las provisiones por deterioro de activos mejora el resultado de los negocios en España

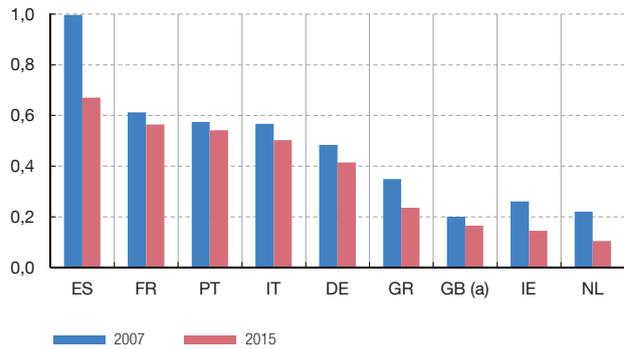
En la actividad en España, el resultado de operaciones financieras también se redujo de manera notable en el primer semestre de 2016, descenso que fue compensado por el incremento de los ingresos por dividendos, de modo que la caída del margen bruto (8,8%) fue similar a la del margen de intereses. Por su parte, los gastos de explotación aumentaron muy levemente, lo que, unido a la bajada del margen bruto, reduce el margen de explotación, y solo la mencionada fuerte reducción de las provisiones por deterioro de activos mejora el resultado neto de los negocios en España.

En cuanto a los gastos de explotación, en línea con lo comentado anteriormente respecto a la ratio de eficiencia, continúa el proceso de ajuste de capacidad a través de la reducción de empleados y oficinas (véase gráfico 2.25.A). Si se compara el ajuste llevado a cabo por el sistema bancario español con el de los principales países europeos, se observa que a diciembre de 2015 España se mantiene como el sistema con un mayor número

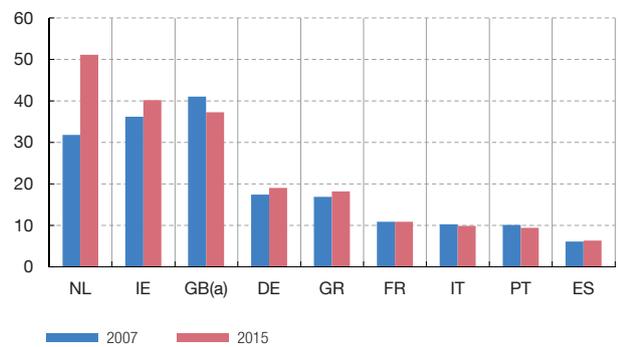
A EMPLEADOS Y OFICINAS
Negocios en España, DI



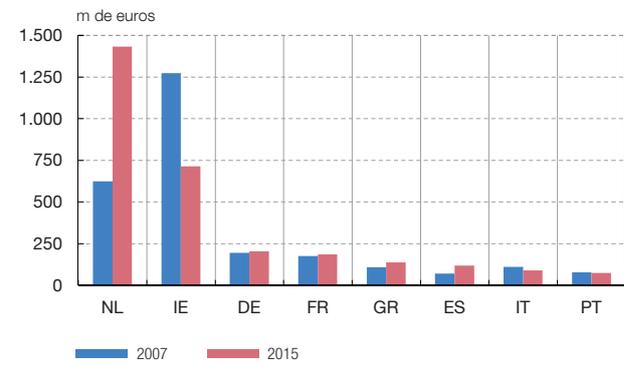
B NÚMERO DE OFICINAS POR CADA 1.000 HABITANTES



C NÚMERO DE EMPLEADOS POR OFICINA



D TOTAL ACTIVO POR OFICINA



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Eurostat.

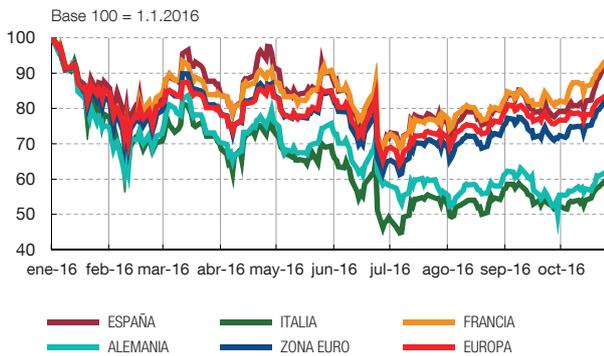
a Los datos se refieren a diciembre de 2014.

de oficinas por habitante, aunque la brecha con otros países se ha reducido de forma muy significativa desde el inicio de la crisis financiera (véase gráfico 2.25.B). En cuanto al tamaño medio de las oficinas, España destaca por disponer de establecimientos de menor dimensión, situándose a la cola de los países analizados en términos de empleados por oficina y también entre los países con un menor volumen de activos por oficina, si bien este último indicador ha aumentado en los últimos años (véanse gráficos 2.25.C y D). De cara al futuro, el componente de inversión tecnológica será otro reto al que las entidades tendrán que hacer frente y que, sin duda, tendrá un impacto significativo en sus cuentas de resultados.

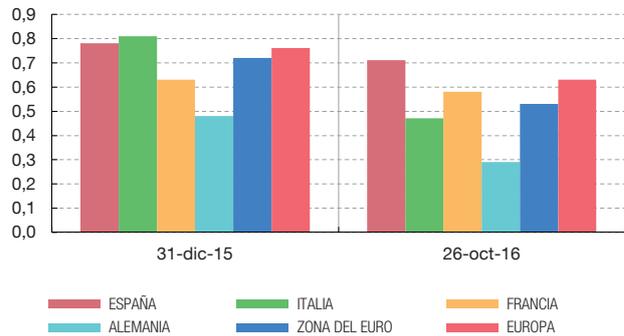
En resumen, la rentabilidad del sector bancario español y del resto de países de la zona euro está sujeta a distintos elementos de presión

En resumen, la rentabilidad del sector bancario español continúa sometida a varios elementos de presión, como un volumen de actividad que sigue cayendo en España, un nivel de activos dudosos decreciente pero todavía elevado, y el entorno de reducidos tipos de interés. El contexto de bajos tipos de interés reduce la rentabilidad del negocio bancario no solo en España, sino que se extiende al resto de países de nuestro entorno. En este contexto, existen ciertos elementos que deben seguir reforzándose como formas alternativas de tratar de restaurar parte del deterioro ocurrido en los márgenes. Uno de ellos es la eficiencia en la realización de la actividad bancaria, de forma que se lleve a cabo el negocio tratando de incurrir en los menores costes posibles. En general, las entidades deben continuar buscando la manera de adecuar su modelo de negocio al entorno, tratando no solo de ganar eficiencia, sino también buscando fuentes alternativas de

A EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES DEL SECTOR BANCARIO



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



FUENTE: Datastream.

ingresos y prestación de servicios complementarios, así como, en determinados casos, mediante la consideración de posibles operaciones corporativas que en sí mismas suelen llevar asociadas ganancias de eficiencia a medio plazo.

Las cotizaciones bursátiles de los bancos europeos en el presente año han seguido una tendencia decreciente

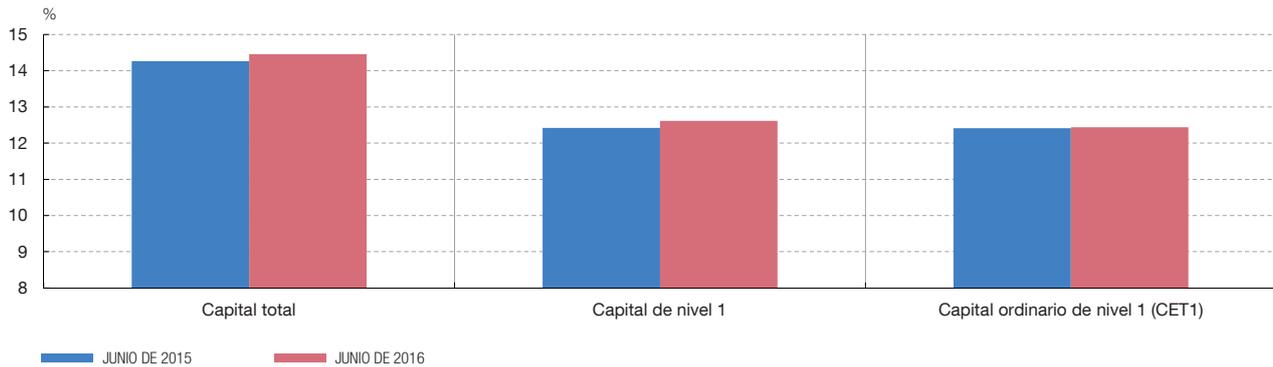
Esta presión sobre la rentabilidad bancaria es uno de los factores que afectan a la evolución en Bolsa de las entidades bancarias. A lo largo del presente año, la tendencia general del comportamiento bursátil ha sido decreciente. A principios de año se produjo un primer episodio de corrección de las cotizaciones bursátiles de las entidades bancarias, que se recuperaron a partir de mediados de febrero. En el mes de junio, especialmente a finales, se produjo un descenso pronunciado de las cotizaciones, que se agudizó como consecuencia del resultado negativo en el referéndum de permanencia del Reino Unido en la UE (las caídas de los índices de los sectores bancarios de los principales países europeos se situaron entre el 13% y el 22% el viernes 24 de junio, el día después del referéndum). A partir de esos niveles mínimos, las cotizaciones se han ido recuperando progresivamente. Como se observa en el gráfico 2.26.A, la evolución del sector bancario español a lo largo del año ha sido comparativamente mejor que la de otros países de nuestro entorno, situándose al nivel de Francia, y por encima de las medias europea y de la eurozona, lo que no obsta para que el ajuste en la valoración sea cercano al 10% desde comienzos de año.

Este descenso de las cotizaciones se ha traducido en una reducción generalizada del cociente entre el valor de mercado y el valor en libros (*price to book value*) de los bancos europeos (véase gráfico 2.26.B). No obstante, el descenso no ha sido tan pronunciado para el sector bancario español, de modo que, en atención a esta métrica, se mantiene su posición destacada respecto a los principales sistemas bancarios de nuestro entorno, aunque claramente por debajo de la unidad.

El seguimiento del comportamiento bursátil de las entidades bancarias resulta relevante en cuanto que valores reducidos de sus cotizaciones dificultan la posibilidad de ampliar capital para reforzar sus niveles de solvencia, aspecto que se pasa a analizar en la siguiente sección.

2.3 Solvencia

La ratio de capital de mayor calidad, el capital ordinario de nivel 1 (CET1), se sitúa para el conjunto de entidades de depósito españolas en el 12,4% en junio de 2016. El nivel de la



FUENTE: Banco de España.

La ratio de CET1 se ha mantenido estable en el último año en el 12,4 %

ratio apenas ha variado respecto a su situación en junio de 2015 (véase gráfico 2.27), y supera con holgura el requerimiento regulatorio¹¹.

Por su parte, tanto la ratio de capital total como la ratio de capital de nivel 1 han aumentado en casi 20 pb entre junio de 2015 y junio de 2016. Así, la ratio de capital total alcanza el 14,4 % en junio de 2015, y la de capital de nivel 1 el 12,6 %, ligeramente por encima de la ratio CET1 debido al efecto de los ajustes transitorios graduales, especialmente por el lado de las deducciones¹².

El CET1 representa la mayor parte de los fondos propios de los bancos españoles

En cuanto a la composición de los fondos propios, el capital ordinario de nivel 1 representa la mayor parte de los mismos, un 86 % (véase gráfico 2.28.B), mientras que el resto procede mayormente del capital de nivel 2, aunque el capital adicional de nivel 1 ha aumentado en el último año.

En el gráfico 2.28.C se desglosa el capital ordinario de nivel 1, en términos de los activos ponderados por riesgo. Se observa que, desde el punto de vista de los elementos computables, los instrumentos de capital constituyen la rúbrica más relevante (45 %). Las reservas les siguen en importancia cuantitativa (34 %), de modo que ambas partidas prácticamente alcanzan el 80 % de los elementos computables del CET1. Los elementos computables se completan con los ajustes transitorios (12 %) y los intereses minoritarios y otros (9 %). Por el lado de las deducciones, casi dos tercios de las mismas proceden del fondo de comercio y otros activos intangibles, mientras que las derivadas de los activos fiscales diferidos representan un 16 %, y el resto de deducciones suponen el 19 %.

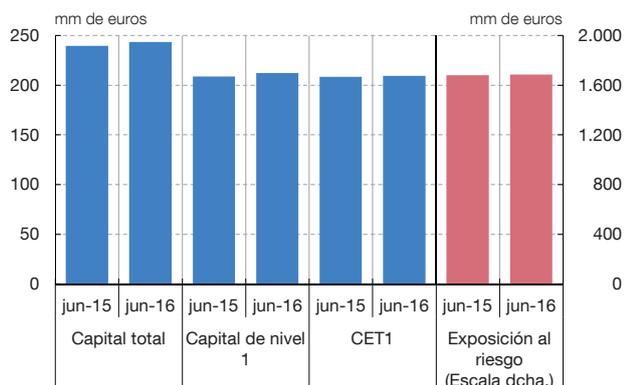
Los activos ponderados por riesgo se han mantenido relativamente estables en el último año

Por el lado del denominador de las ratios de capital, los activos ponderados por riesgo (APRs) superan los 1.683 mm de euros en junio de 2016, habiéndose mantenido relativamente estables a lo largo del último año (aumento del 0,2 %, véase gráfico 2.28.A). Dado que el activo total de las entidades de depósito también se ha mantenido relativamente estable en el último año (ligero aumento del 0,4 %), la proporción que los APRs representan sobre el activo total apenas ha variado entre junio de 2015 y junio de 2016, y se sitúa

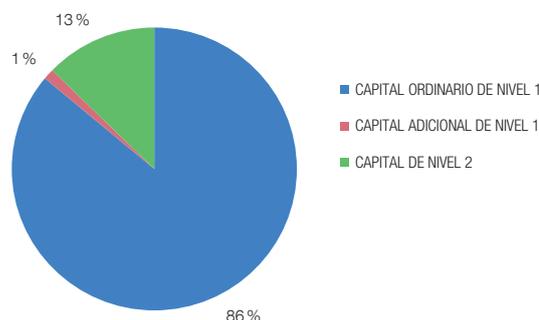
¹¹ A partir del 1 de enero de 2016 comienza la aplicación progresiva (*phase-in*) del colchón de conservación de capital, que aumenta un 0,625 % en 2016 el requisito mínimo del 4,5 % de CET1.

¹² Las ratios tienen en cuenta los ajustes transitorios graduales que facilitan la implantación progresiva de Basilea 3. El calendario de implantación establece que, en términos generales, en 2016, se deduzca del capital ordinario el 60 % de los importes de las deducciones, mientras que el restante 40 % se deduzca del capital adicional de nivel 1.

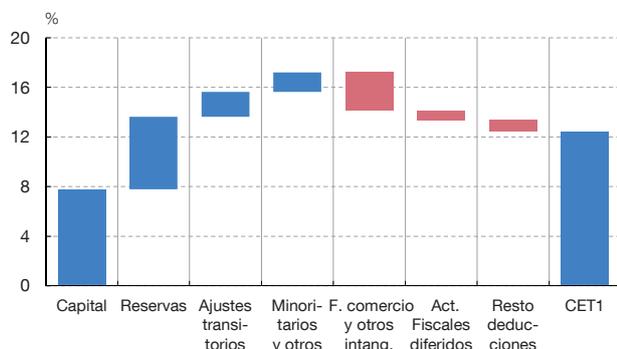
A NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



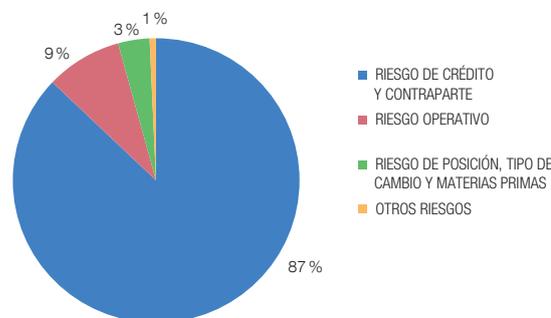
B COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS



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



D COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



FUENTE: Banco de España.

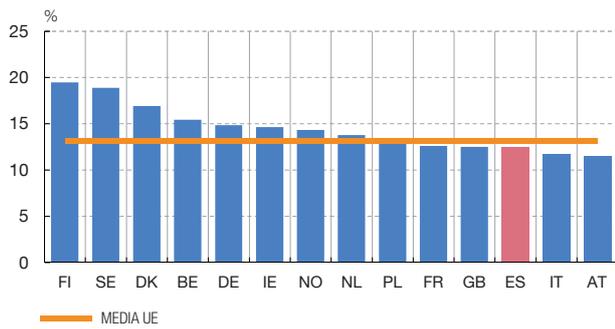
en el 45,8 %. Asimismo, la composición de los APRs se ha mantenido estable a lo largo del último año. El riesgo de crédito y contraparte¹³ constituye la gran mayoría de los mismos (87 %), seguido del riesgo operativo (9 %), mientras que el riesgo de posición, tipo de cambio y materias primas, y el resto de riesgos representan menos del 5 % de los APRs (véase gráfico 2.28.D).

La ratio CET1 del sector bancario español se sitúa en una posición baja respecto al resto de países europeos...

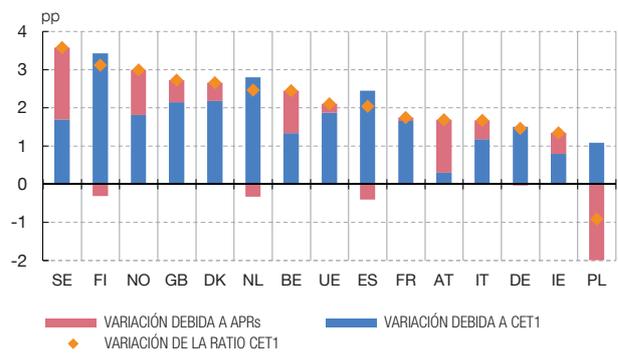
La ABE publicó, en julio de este año, los resultados de su ejercicio de estrés (un resumen de dichos resultados puede verse en el Recuadro 2.4) y, al igual que en anteriores IEF, esto nos permite mostrar una comparativa de la solvencia de los sistemas bancarios de los distintos países europeos (representados por un número reducido de bancos por país con un amplio peso relativo). Con datos a diciembre de 2015, la ratio CET1 (incluyendo ajustes transitorios) de los bancos españoles se sitúa en una posición baja respecto al resto de países europeos, y alrededor de 70 pb por debajo de la media europea (véase gráfico 2.29.A). El gráfico 2.29.B muestra cómo ha evolucionado la ratio CET1 entre el ejercicio de estrés llevado a cabo por la ABE en el año 2014 (datos a diciembre de 2013) y el ejercicio del pasado julio (datos a diciembre de 2015), así como la contribución a dicha evolución de cada uno de los componentes de la ratio, capital CET1 y APRs. Puede verse que las ratios de CET1 han aumentado para prácticamente todos los países europeos, impulsadas por

¹³ Este riesgo recoge el procedente de las exposiciones crediticias, las exposiciones de renta variable y las posiciones de titulización, e incluye tanto los APRs obtenidos mediante el método estándar como los obtenidos mediante el método basado en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés).

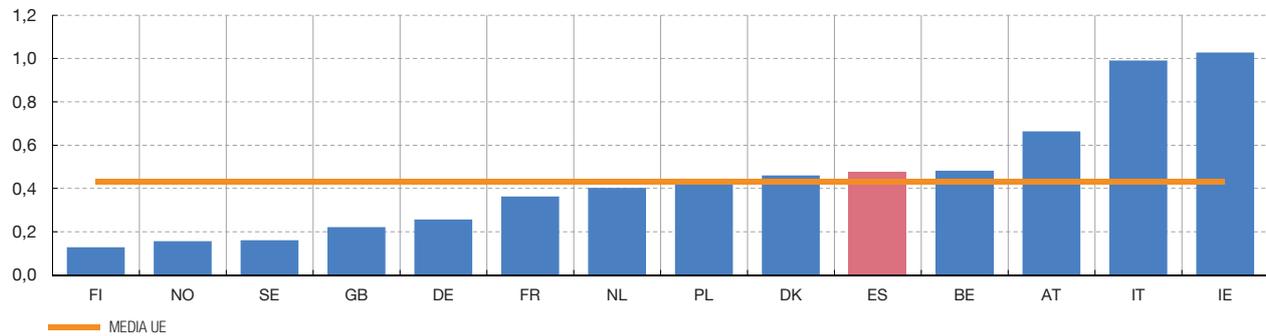
A RATIO DE CAPITAL ORDINARIO DE NIVEL 1. DICIEMBRE DE 2015



B VARIACIÓN EN PUNTOS PORCENTUALES DE LA RATIO CET1 ENTRE DICIEMBRE DE 2013 Y DICIEMBRE DE 2015 (a)



C APROXIMACIÓN A LA RATIO TEXAS. DICIEMBRE DE 2015 (b)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Se realiza la comparación para las entidades que participan en el ejercicio de estrés de 2016 (excepto Hungría), tomando los datos de esas mismas entidades en el ejercicio de estrés de 2014, y agrupando por país. El rombo de color naranja muestra, para cada país, la variación total de la ratio CET1 entre diciembre de 2013 y diciembre de 2015. Las barras de color azul y color granate muestran la parte de dicha variación que se explica por la evolución del capital CET1 y los APRs, respectivamente. Barras positivas indican un incremento del capital CET1 y una reducción de APRs entre periodos, evoluciones que resultarían en un incremento de la ratio CET1.
- b La ratio se calcula como el cociente entre los activos dudosos y la suma de capital (incluyendo los instrumentos de capital elegibles como CET1 y las reservas) y provisiones.

un incremento en el capital CET1 y, de forma mayoritaria, también por una reducción en el volumen de APRs (al encontrarse en el denominador de la ratio, su reducción conlleva una evolución positiva de la ratio CET1). El crecimiento de la ratio CET1 para España es muy similar a la media europea, en torno a dos pp, y se explica por un incremento en el capital CET1 que contrarresta el incremento en el volumen de APRs. En otros países (Suecia, Noruega, Bélgica, Austria e Italia), el aumento de la ratio de capital se ha apoyado sustancialmente en una caída de los APRs.

...mientras que la ratio Texas se encuentra en una posición media

En el gráfico 2.29.C se recoge la ratio Texas, que es otra medida de la solvencia de las entidades, que muestra, en particular, cómo los activos problemáticos de las entidades pueden afectar a su solvencia. La ratio se calcula a partir de los datos del ejercicio de estrés, dividiendo los activos dudosos entre la suma del capital (incluyendo los instrumentos de capital elegibles como CET1 y las reservas) y las provisiones¹⁴. En atención a esta métrica, se observa que el sistema bancario español se sitúa en una posición media respecto al resto de países europeos, y aunque supera ligeramente la media europea, se encuentra alejado de los países cuyas ratios se acercan a la unidad (ratios de Texas superiores a la unidad apuntan a situaciones problemáticas, al no estar plenamente cubiertos los activos improductivos).

14 Al no disponer de datos de activos adjudicados para cada país, sólo se incluyen en el numerador los activos dudosos, y sus correspondientes provisiones en el denominador.

El ejercicio de estrés de la ABE de 2016, cuyos resultados fueron publicados el pasado 29 de julio, ha abarcado a 51 bancos de 15 países de la UE y del Área Económica Europea (37 bancos de países del MUS y 14 bancos de Dinamarca, Hungría, Noruega, Polonia, Suecia y Gran Bretaña). De ellos, 6 son españoles (representando alrededor del 80 % del activo total del sector bancario español), lo que sitúa a España como el tercer país, tras Alemania y Francia, con más entidades en el ejercicio.

Para obtener los resultados, se ha definido una única metodología y escenarios aplicables a todas las entidades para poder asegurar la homogeneidad y comparabilidad entre las mismas. Cada banco realiza su propio *stress test* (ST) de acuerdo a la metodología común publicada por la ABE, pero utilizando sus propios modelos, lo que se conoce como un ST *bottom-up*. Estos métodos permiten el cálculo del impacto en el capital del riesgo de crédito, riesgo de mercado, ingresos netos por intereses, riesgo operacional y otros ingresos.

El objetivo del *stress test* promovido por la ABE ha sido el de proveer a los supervisores, bancos y demás participantes del mercado de unas medidas de solvencia comparables entre entidades ante situaciones económicas adversas.

El ejercicio de estrés está basado en la obtención de unas estimaciones del impacto de shocks con un horizonte temporal de 3

años. En esta ocasión, al igual que en los resultados presentados en 2014, se parte del supuesto de «balance estático»; los datos de balance utilizados y fijados para los tres años del horizonte del ejercicio son los correspondientes a diciembre de 2015. Tampoco se han tenido en cuenta procesos de recapitalización llevados a cabo durante el año 2016.

El ejercicio considera dos escenarios, uno base y otro adverso, ambos con un horizonte temporal de tres años (2016-2018). Estos escenarios incluyen la evolución prevista de las principales variables macroeconómicas identificadas. Una de las más relevantes es el PIB. Para esta variable, se espera un aumento en la UE del 5,8 % acumulado en los tres años de horizonte en el escenario base, mientras que para el caso del escenario adverso se estima una caída acumulada del 1,8 %. En el caso de España, la variación acumulada del PIB en el escenario base sería de un 7,1 %, mientras que en el adverso habría una variación acumulada de 0 %. El gráfico A muestra el detalle de la evolución de la variación del PIB en el escenario base y la variación acumulada en los tres años, tanto para España como para la UE.

Si bien la tasa de variación es más favorable para España que para la media del total de la UE al compararlas entre sí, la severidad del escenario es similar. Esto es debido a los niveles fijados para el escenario base, de forma que si se compara la desviación del crecimiento del PIB entre el escenario adverso y el base para

Gráfico A
TASA DE VARIACIÓN DEL PIB ES Y UE, ESCENARIO BASE



Gráfico B
TASA DE VARIACIÓN DEL PIB ES Y UE, ESCENARIO ADVERSO



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

el caso español y la media de la UE, dichas desviaciones están bastante próximas. En el gráfico B, se observa el detalle de la evolución en el escenario adverso y la desviación del PIB acumulado en los tres años en pp respecto al escenario base, la cual es muy similar tanto en España (7,1 pp) como en la UE (7,6 pp).

Hay que recordar que el escenario adverso representa una situación macroeconómica extrema con una baja probabilidad de ocurrencia que busca identificar debilidades del sistema bancario ante una materialización de un conjunto de riesgos sistémicos plausibles pero muy poco probables.

El ejercicio de estrés de la ABE de 2016 muestra la ratio transicional del capital ordinario de nivel 1, CET1 respecto a los activos ponderados por riesgo (APR). A nivel agregado, el nivel de partida de esta ratio CET1 para el conjunto total de entidades es del 13,2%. En el caso de España, el nivel inicial de esta ratio es del 12,5%.

En el gráfico C se observa que el aumento en pp, comparando el valor de partida de la ratio (diciembre de 2015) con la estimación de la misma bajo el escenario base para 2018 para el conjunto total de entidades, es de 0,7 pp, pasando de una ratio del 13,2% al 13,9% (aumento del 6% de la ratio). En el caso de España el incremento es de 0,3 pp, pasando de una ratio del 12,5% al 12,8%, como se puede ver en el gráfico D, lo que representa un aumento del 3% de la

ratio. Se puede decir, por tanto, que en el escenario base, con un crecimiento económico notable sostenido en el tiempo, la ratio de capital de los bancos españoles mejora significativamente.

En el gráfico E, se puede ver que la reducción en pp, comparando el valor de partida de la ratio (diciembre de 2015) con la estimación de la misma bajo el escenario adverso para 2018 para el conjunto total de entidades, es de 3,8 pp, pasando de una ratio del 13,2% al 9,4% (reducción del 29% de la ratio). En el caso de España la reducción es de 3,9 pp, pasando de una ratio del 12,5% al 8,6%, como se puede ver en el gráfico F, lo que representa una disminución del 31% de la ratio.

El gráfico G muestra la variación en pp, por países entre el valor actual de la ratio CET1 y su valor estimado bajo el escenario adverso en 2018. Como puede verse, y ya se ha mencionado, para el conjunto total de entidades se estima una variación de 3,8 pp, valor muy similar al caso español donde la variación es de 3,9 pp. Los casos más destacables son el de Irlanda, que presenta una reducción de 7,1 pp, y Noruega donde, por el contrario, se considera una ratio CET1 en el escenario adverso en 2018 igual a la ratio de 2015 y, por tanto, una variación de 0 pp¹.

1 Hay que tener en cuenta que sólo se ha incorporado 1 entidad por parte de Noruega en la realización del ejercicio de estrés de la ABE.

Gráfico C
RATIO CET1. IMPACTO ESCENARIO BASE PARA EL TOTAL DE ENTIDADES ANALIZADAS (a)

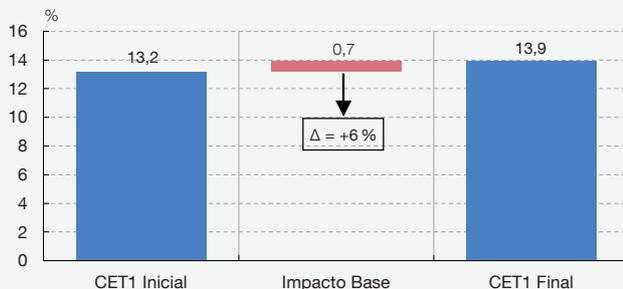


Gráfico D
RATIO CET1. IMPACTO ESCENARIO BASE PARA EL TOTAL DE ENTIDADES ESPAÑOLAS (a)

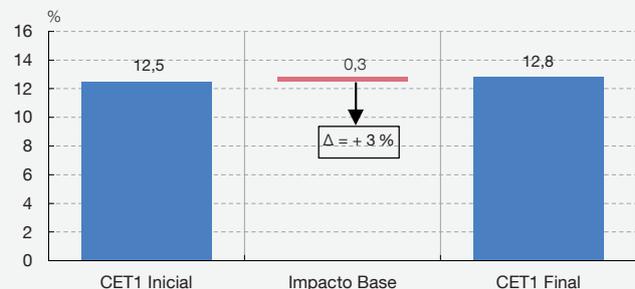


Gráfico E
RATIO CET1. IMPACTO ESCENARIO ADVERSO PARA EL TOTAL DE ENTIDADES ANALIZADAS (a)

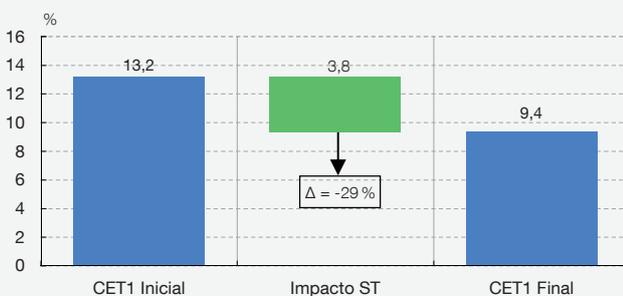
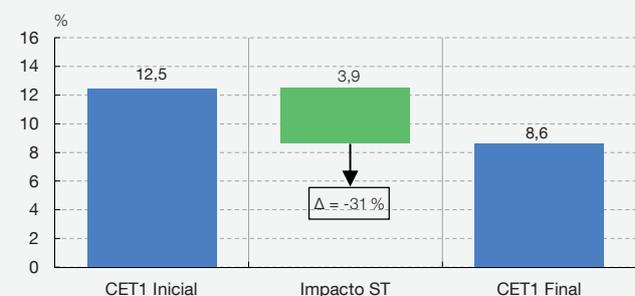


Gráfico F
RATIO CET1. IMPACTO ESCENARIO ADVERSO PARA EL TOTAL DE ENTIDADES ESPAÑOLAS (a)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a El símbolo Δ representa el porcentaje de variación de la ratio CET1.

A continuación, en el gráfico H, se presenta una comparativa de los resultados del ejercicio de 2016 con los obtenidos en el ejercicio de 2014, analizando qué valores tomaba la ratio de CET1 agregado por país². Concretamente, se muestra el impacto en CET1 bajo el escenario adverso en el ejercicio de 2014 y en el de 2016 para cada país. En todos los casos salvo en Bélgica, esta reducción de la ratio de capital es mayor en el presente ejercicio, siendo de especial relevancia la diferencia entre ejercicios que se da en España (1,4 pp en 2014 frente a 3,9 pp en 2016)³ y Holanda (2,5 pp en 2014 frente a 4,8 pp en 2016).

Los resultados del ejercicio de estrés de la ABE para España muestran, en definitiva, una elevada capacidad de resistencia,

frente al escenario adverso, de las entidades incluidas en el ejercicio, las cuales representan el 80 % del sistema bancario español.

- 2 La comparativa se ha realizado incluyendo en cada país exclusivamente las entidades presentes en los dos ejercicios de estrés (51 entidades).
- 3 Una parte de esta diferencia se debe al impacto de los ajustes transitorios y la aplicación de filtros prudenciales (riesgo soberano), en concreto, a su eliminación progresiva en las deducciones de capital a considerar. La inclusión del riesgo operacional también contribuye a explicar la anterior diferencia.

Gráfico G
REDUCCIÓN EN PUNTOS PORCENTUALES DE CET1
(dato real 2015 vs resultado del escenario adverso 2018)

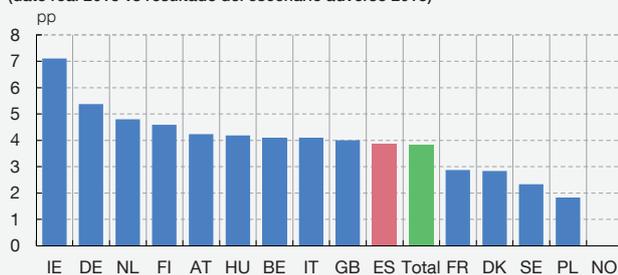
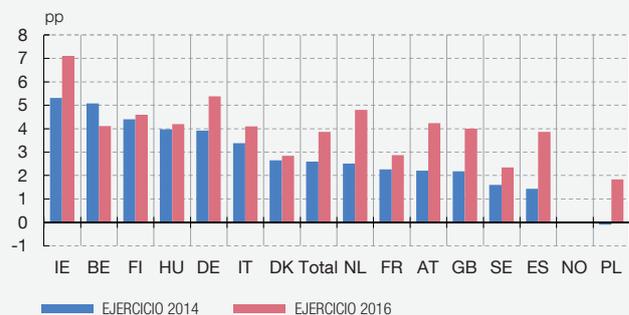


Gráfico H
REDUCCIÓN DE RATIO DE CET1 EN EL ESCENARIO ADVERSO (a)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a El gráfico muestra la variación en puntos porcentuales en la ratio de CET1 bajo el escenario adverso en los ejercicios de estrés de la ABE realizados en 2014 y 2016.

2.4 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español ante escenarios macroeconómicos adversos

El Banco de España realiza internamente análisis prospectivos de la solvencia de las entidades españolas (FLESB)...

Durante los últimos años, el BdE ha trabajado en la mejora de su herramienta interna de análisis prospectivo de la solvencia y medición de la capacidad de resistencia de las entidades españolas ante diferentes escenarios macroeconómicos. Este ejercicio de análisis del BdE está en línea con otros desarrollos a nivel internacional, por ejemplo, el caso estadounidense del *Comprehensive Capital Analysis and Review*, CCAR, por sus siglas en inglés, o los ejercicios de estrés a nivel europeo que ha realizado la ABE.

La metodología desarrollada por el BdE está basada en una herramienta macroprudencial altamente granular por el tipo de datos utilizados, con unos supuestos homogéneos definidos por el propio regulador (enfoque *top-down*). Este marco de análisis recibe el nombre de FLESB, acrónimo de *Forward Looking Exercise on Spanish Banks*¹⁵. Desde entonces, de forma anual, el BdE ha venido realizando un análisis de la resistencia de las entidades españolas, tratando, en cada ejercicio, de mejorar dicha metodología de *stress test*, tanto en los datos que utiliza, como en los principales métodos de cálculo que emplea.

¹⁵ Las principales características de dicha herramienta, así como la metodología sobre la que descansa y tipo de información que utiliza, fueron ampliamente descritas en el IEF de noviembre de 2013: <http://www.bde.es/ffwebbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/13/IEF-Noviembre2013.pdf>

...con el objetivo de examinar, bajo diferentes escenarios macroeconómicos, la capacidad de absorción de las pérdidas esperadas por riesgo de crédito

La metodología empleada (*top-down*) es distinta a la utilizada por la ABE (*bottom-up*)

Mientras que el ejercicio de la ABE se realiza bajo el supuesto de balance estático, el FLESB permite variaciones en la exposición acordes al escenario considerado

El análisis de la ABE impone restricciones a la evolución de las partidas de la cuenta de resultados...

...el FLESB, en cambio, se basa en las previsiones de las entidades, corregidas para reflejar el escenario macroeconómico

El perímetro de consolidación es mundial en el caso de la ABE y nacional en el FLESB

La herramienta FLESB utiliza escenarios macroeconómicos que deben ser exigentes pero plausibles, para computar sobre un determinado horizonte temporal las pérdidas esperadas por riesgo de crédito¹⁶. Este deterioro en las exposiciones es entonces comparado con los elementos de absorción de pérdidas, como son las provisiones ya constituidas, los beneficios antes de provisiones que se estiman para el horizonte temporal del análisis y el exceso de capital disponible.

La metodología detrás de estos procesos de evaluación es diferente, dependiendo de si se trata de un ejercicio *bottom-up* como el de la ABE, con un control de calidad posterior llevado a cabo por el Banco Central Europeo (BCE) en el caso de las entidades pertenecientes al Mecanismo Único de Supervisión (MUS), o si es un ejercicio *top-down*, como el que se realiza con el FLESB, o como el que ejecuta el BCE de manera semestral y publica en su *Financial Stability Review* de manera agregada.

Como consecuencia de utilizar dos enfoques distintos, entre el ejercicio de la ABE y el interno del BdE, existen diferencias notables tanto en la metodología utilizada, como en los tipos de riesgos analizados, lo que puede originar discrepancias significativas en los resultados finales alcanzados. Por lo tanto, ambos ejercicios deben valorarse como complementarios. A modo de resumen, las principales diferencias entre ambos ejercicios son las siguientes:

(1) En primer lugar, un punto de discrepancia relevante es el supuesto realizado sobre la evolución del balance de las entidades a lo largo del ejercicio. El ejercicio de la ABE se realiza bajo el supuesto de balance estático, esto es, no hay variación en el volumen de exposición a lo largo del horizonte temporal del ejercicio, si bien los activos ponderados por riesgo (APRs) pueden aumentar por deterioro de la calidad crediticia. Por su parte, la herramienta del BdE, permite variaciones en la exposición consistentes con el escenario macroeconómico utilizado. Por ejemplo, si el escenario macro predice una contracción del volumen de crédito agregado, la metodología del FLESB traslada este supuesto a una disminución de volumen de exposición y APRs. En el marco FLESB, el deterioro de la calidad crediticia también se transforma en aumentos de APRs.

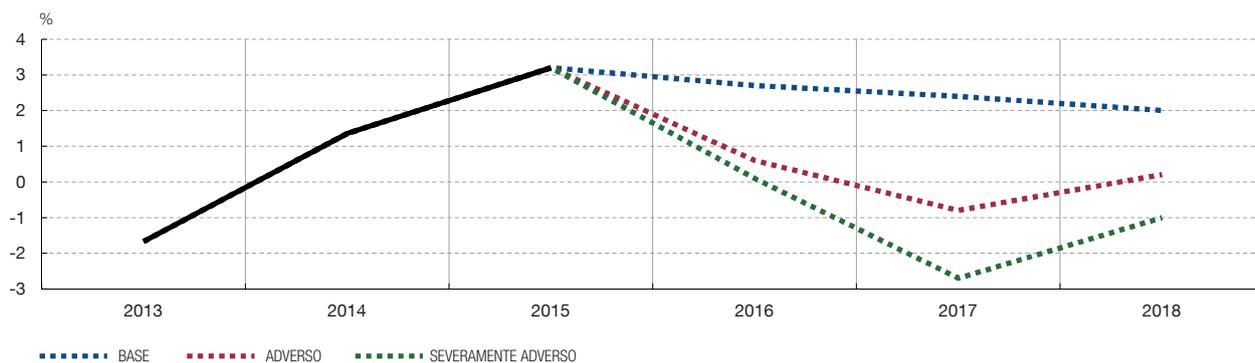
(2) La modelización de la cuenta de resultados es otro punto importante de diferencias. El ejercicio europeo se basa en imponer un conjunto de restricciones a las diferentes líneas de la cuenta de resultados (en general estipula una serie de suelos para gastos, o techos para ingresos). El marco para la estimación del margen de intereses es especialmente relevante, e incluye una serie de suelos y techos a los tipos de interés conjuntamente con determinadas hipótesis de traslación (*pass-through*) de los tipos de referencia a los tipos de activo y pasivo de las entidades.

Por su parte, el enfoque del BdE está basado en los denominados *funding plans* de las entidades individuales (presupuestos de las propias entidades respecto a su volumen de negocio y resultados), corregidos internamente por el BdE (introduciendo de forma general ajustes conservadores sobre los *funding plans*) para su adaptación y conciliación con los escenarios macroeconómicos del FLESB.

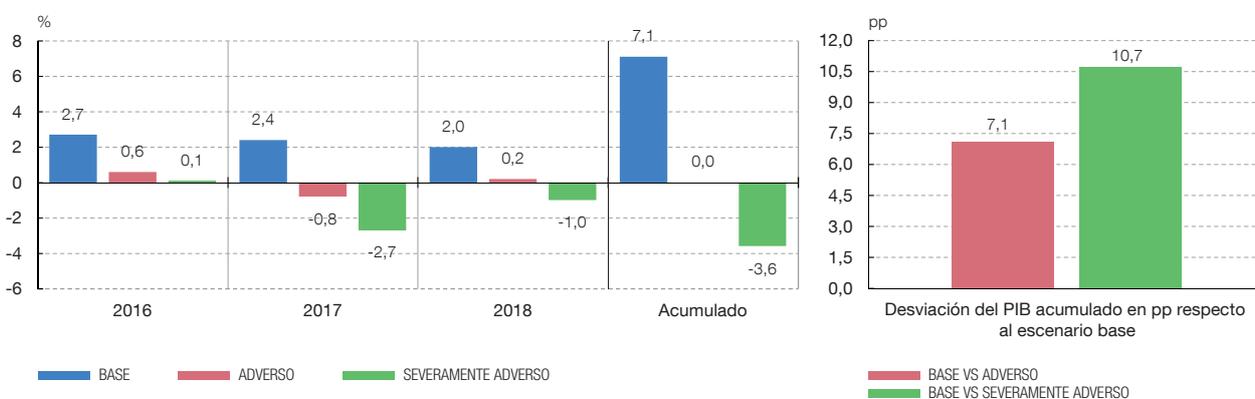
(3) El alcance del ejercicio en cuanto a perímetro geográfico de definición de riesgos difiere entre los marcos de la ABE y del BdE, así como respecto a ciertos riesgos incluidos. Mientras que para el ejercicio de la ABE se considera un perímetro de consolidación a nivel

¹⁶ La relevancia en la factibilidad de los escenarios no debe desviar la atención respecto a que el valor añadido de los mismos se encuentra en evaluar el impacto que en la solvencia de las entidades analizadas tendría un determinado shock que suponga una cierta desviación respecto del escenario base o central.

A TASA DE VARIACIÓN DEL PIB EN ESPAÑA. PREVISIÓN POR TIPO DE ESCENARIO



B PREVISIÓN DE TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB BAJO LOS DIFERENTES ESCENARIOS



FUENTE: Banco de España.

mundial a la hora del establecimiento del volumen de exposición o riesgo sujeto a análisis, el ejercicio del BdE se centra en el perímetro de consolidación de los negocios en España, dada la información disponible y la granularidad deseada. En cuanto a los riesgos, el FLESB solo contempla el riesgo de crédito, el más relevante en un banco, mientras que en el ejercicio de la ABE, además se contemplan otros riesgos, como el operacional.

Además de los escenarios base y adverso definidos por la ABE...

(4) También existe cierta discrepancia en relación con los escenarios macroeconómicos utilizados. En concreto, el ejercicio realizado por el BdE contempla la utilización de un escenario base, un escenario adverso y otro severamente adverso, mientras que el de la ABE sólo utiliza los dos primeros. El escenario base del BdE coincide con el escenario base utilizado por la ABE y es la mejor estimación de la evolución macroeconómica futura, sujeto a la incertidumbre que entraña una previsión macroeconómica. Dicho escenario está basado en las predicciones contenidas en las pasadas previsiones de otoño realizadas por la Comisión Europea¹⁷. Por su parte, el escenario adverso también coincide con el utilizado por la ABE en el ejercicio de estrés de este año 2016¹⁸.

17 Véase el siguiente enlace para una descripción de los fundamentos de las previsiones de otoño de la Comisión Europea: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1383302/2016+EU-wide+stress+test-Explanatory+note+on+baseline.pdf>. Para conocer los valores concretos de las previsiones de las variables macro, véase el siguiente enlace: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1383302/2016+EU-wide+stress+test-Adverse+macro-financial+scenari.pdf>

18 La narrativa de dicho escenario, junto con su descripción y el valor estimado para un conjunto de variables macroeconómicas significativas, puede verse en el siguiente enlace: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1383302/2016+EU-wide+stress+test-Adverse+macro-financial+scenari.pdf>

...el FLESB incorpora un escenario adicional caracterizado por un mayor deterioro macroeconómico

La diferencia, por tanto, en escenarios, con respecto al ejercicio de estrés de la ABE, se encuentra en la utilización por parte del FLESB de un tercer escenario denominado severamente adverso. Su objetivo es proporcionar un nivel adicional de tensión macroeconómica al ejercicio realizado y mitigar la posibilidad de omitir riesgos acumulados desde la fecha de fijación del escenario, que en el caso de la ABE fue elaborado con seis meses de antelación a la realización del ejercicio de estrés.

Las diferencias en la tasa de variación del PIB de España, entre los tres escenarios usados en el ejercicio del BdE, pueden verse en el gráfico 2.30. Esta variable se utiliza como resumen de la variación del nivel de estrés que existe entre los diferentes escenarios, que cubren sin embargo un conjunto más amplio de variables. La última fecha de datos disponible para el ejercicio es diciembre de 2015 y el horizonte temporal cubre los años 2016, 2017 y 2018.

El escenario adverso se caracteriza por un crecimiento nulo del PIB, y en el escenario severamente adverso éste cae un 3,6% en términos acumulados

En concreto, se puede apreciar cómo el escenario adverso supone un crecimiento nulo de la actividad económica en términos acumulados, mientras que bajo el escenario severamente adverso se registra una caída acumulada del producto interior bruto del 3,6%, es decir, una recesión severa de la economía española acumulada en los próximos tres años. También se puede observar cómo frente a los casi 7,5 pp de desviación que implica el escenario adverso respecto del base, el severamente adverso se separa del base en algo más de 10,5 pp¹⁹.

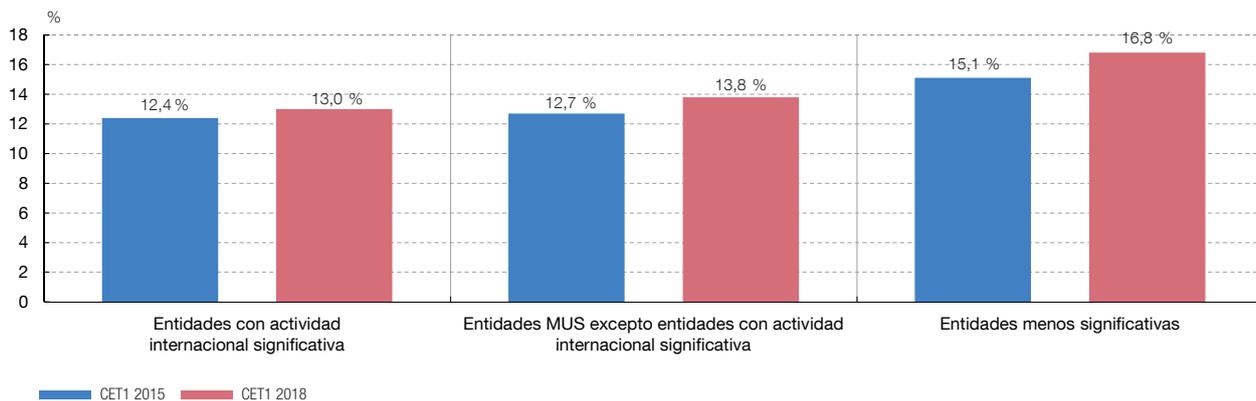
Resultados con la metodología FLESB

Antes de analizar los resultados obtenidos de la aplicación del FLESB, es necesario especificar los diferentes conjuntos de entidades que se consideran en el ejercicio y que son distintos de los considerados en el ejercicio de la ABE. El grupo de entidades españolas con actividad internacional significativa²⁰ es analizado de forma separada por la casuística particular que presenta. En particular, el hecho de que el FLESB se centre en los negocios en España, hace que las exposiciones en el extranjero no estén sujetas directamente a impacto y no se calculen pérdidas de crédito a aplicar contra el volumen de capital considerado bajo el perímetro regulatorio completo.

En relación con lo anterior, hay que hacer notar que el volumen de provisiones utilizadas corresponde solamente a las que cubren las exposiciones consideradas, esto es, no incluyen las dotadas para cubrir préstamos dudosos internacionales. Por su parte, la estimación de la capacidad de generación de resultados sí incluye el perímetro completo de consolidación, con los resultados netos procedentes de la actividad internacional sujetos a una estimación específica (estresada en el caso del escenario adverso) en función de los escenarios internacionales. Esta proyección de resultados netos internacionales es el canal mediante el que las exposiciones en el extranjero afectan al capital del grupo consolidado.

19 El enfoque de los tres escenarios se utiliza, por ejemplo, en el CCAR estadounidense, donde siempre existe un escenario severamente adverso con una recesión muy marcada.

20 Siguiendo el Reglamento de Ejecución (UE) No 680/2014 de la Comisión de 16 de abril de 2014, en el que se establecen las normas técnicas en relación con el reporte de información con fines de supervisión por parte de las entidades, se considerará una entidad con actividad internacional significativa cuando las exposiciones originales no nacionales en todos los países «no nacionales» y en todas las categorías de exposición, sean iguales o superiores al 10% del total de las exposiciones originales nacionales y no nacionales consignadas a tal efecto. Lo anterior se ha concretado en la identificación de tres entidades que suponen, a diciembre de 2015, el 62% del total de activo del sistema bancario español a nivel consolidado.



FUENTE: Banco de España.

Bajo el escenario base, se observa una mejora generalizada en la ratio CET1 para todos los grupos de entidades considerados

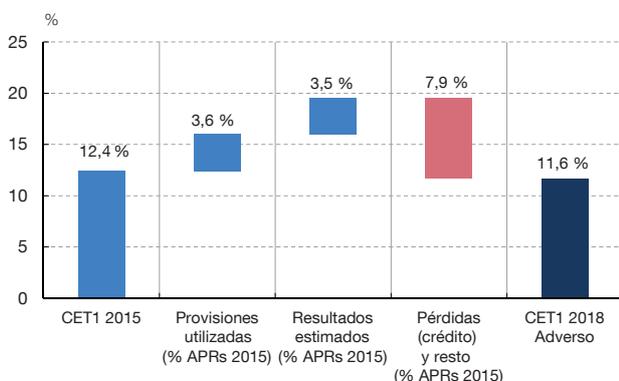
En función de lo comentado, los resultados que se presentan a continuación separan y clasifican a las entidades teniendo en cuenta su grado de exposición internacional. El gráfico 2.31 presenta la evolución en la ratio de capital CET1 transicional²¹ bajo el escenario base (escenario central de mayor probabilidad de ocurrencia) para los diferentes grupos de entidades considerados en el ejercicio: entidades con actividad internacional significativa, entidades MUS excluyendo las que tienen actividad internacional significativa, y las principales entidades bajo supervisión nacional directa (entidades menos significativas: las cooperativas de crédito, dos cajas y cuatro bancos de cierto tamaño). Al final del ejercicio, esto es, diciembre de 2018, se puede observar la mejora generalizada que se produce en la ratio para los tres grupos. Dicha mejora se encuentra en un rango que abarca desde los 0,6 pp de ratio para las entidades con actividad internacional, hasta los casi 2 pp para el grupo de entidades menos significativas bajo supervisión nacional directa.

Para las entidades con actividad internacional significativa, la ratio CET1...

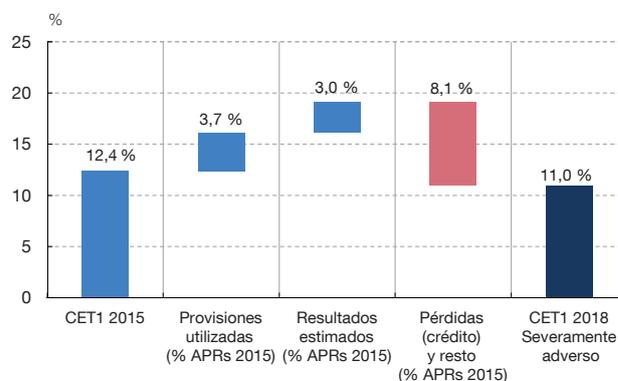
Los resultados cambian radicalmente, cuando el ejercicio se estresa, esto es, cuando se analiza la capacidad de resistencia de las entidades bajo escenarios económicos adversos. De esta manera, en el gráfico 2.32, se puede observar el impacto, sobre la ratio de

IMPACTO EN RATIO CET1 TRANSICIONAL. ENTIDADES CON ACTIVIDAD INTERNACIONAL SIGNIFICATIVA

A ESCENARIO ADVERSO



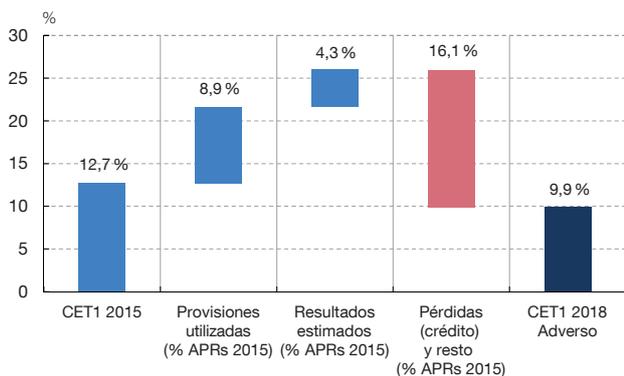
B ESCENARIO SEVERAMENTE ADVERSO



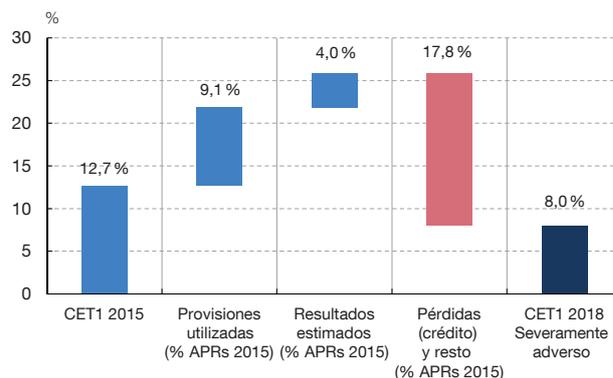
FUENTE: Banco de España.

21 El CET1 transicional se calcula como la suma de todos aquellos elementos de capital elegibles a una fecha dada menos las deducciones ajustadas, según el calendario de implantación progresiva (*phase-in*) establecido por la regulación, a dicha fecha. En concreto el CET1 de diciembre de 2018 incluiría los elementos de capital elegible a 2018 menos las deducciones ajustadas por el *phase-in* que les corresponde a tal fecha.

A ESCENARIO ADVERSO



B ESCENARIO SEVERAMENTE ADVERSO



FUENTE: Banco de España.

...transicional en el escenario severamente adverso cae al 11 % en 2018 frente al 12,4 % de 2015...

capital CET1 transicional bajo los escenarios adverso y severamente adverso para las entidades con actividad internacional significativa. En particular, el impacto estimado en capital CET1 transicional a 2018 bajo el escenario severamente adverso asciende a 1,4 pp de ratio, esto es, las pérdidas estimadas y resto de deducciones de capital²² superan al volumen total de elementos que pudieran absorberlas (provisiones y resultados). Al final del ejercicio considerado, esto es, diciembre de 2018, este grupo de entidades experimenta una moderada caída en la ratio de CET1 transicional desde el 12,4 % de CET1 en 2015 al 11 % en 2018.

...mientras que en el escenario adverso el CET1 se sitúa en el 11,6 % en 2018

Bajo el escenario adverso, coincidente con el de la ABE, este grupo de entidades terminaría el ejercicio con una ratio de capital del 11,6 %, esto es, con un impacto en ratio de solamente 0,8 pp. Como se puede observar en el gráfico, la menor dureza del escenario se traslada a menores impactos en pérdidas y mayor capacidad de generación de resultados con la consecuente menor reducción en la cifra de capital final.

El segundo conjunto de entidades analizado, es el correspondiente a entidades bajo la supervisión directa del MUS, pero excluyendo a aquellas con actividad internacional significativa. En el gráfico 2.33 se puede apreciar el impacto en la solvencia para este grupo de entidades bajo el escenario adverso y severamente adverso.

El resto de entidades bajo supervisión directa del MUS parten de un CET1 del 12,7 % en 2015...

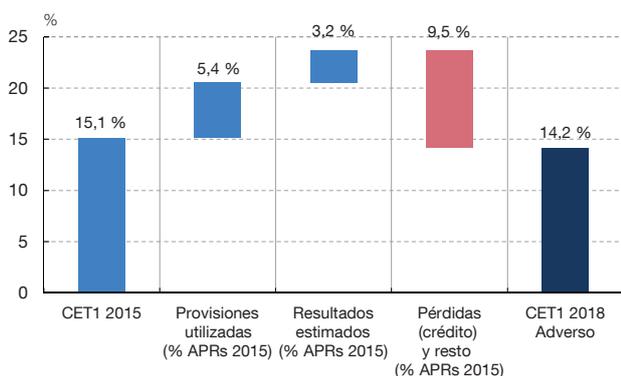
Para este conjunto de entidades el punto de partida en 2015 es una ratio de CET1 del 12,7 %. De forma similar al grupo de entidades anterior, el volumen de pérdidas estimadas, bajo el escenario severamente adverso, no es absorbido por las provisiones existentes y por los resultados estimados para el horizonte temporal establecido, por lo que finalmente se produce un impacto en capital de 4,7 pp de ratio.

...que cae 4,7 pp en 2018 bajo el escenario severamente adverso...

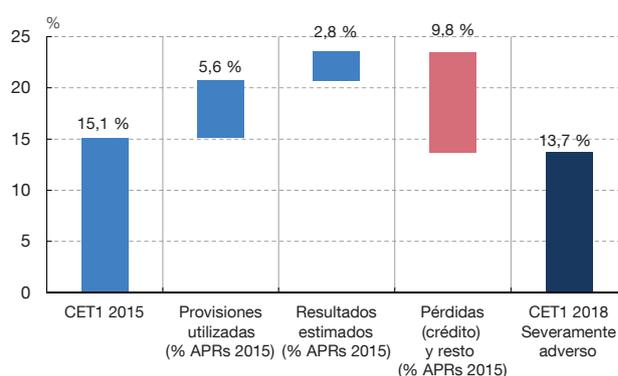
Destaca el volumen importante de pérdidas estimadas (17,8 % en términos de APRs), mostrando el impacto que implica el escenario sobre las exposiciones crediticias (más del doble de las pérdidas estimadas para las entidades con actividad internacional). Aún con tal volumen de pérdidas estimado, este conjunto de entidades finaliza el ejercicio de resistencia, con una ratio de capital ligeramente por encima del 8 %, también superando

²² La aplicación progresiva de mayores porcentajes de *phase-in* hace variar el CET1 de las entidades más allá del impacto a través pérdidas generadas en el periodo de estudio, resultando en un resto de ajuste adicional.

A ESCENARIO ADVERSO



B ESCENARIO SEVERAMENTE ADVERSO



FUENTE: Banco de España.

el mínimo regulatorio exigible en 2018, aunque con menor holgura que el grupo anterior de entidades.

...y 2,8 pp en el escenario adverso

Como se puede apreciar también en el gráfico 2.33.A, bajo el escenario adverso el impacto es inferior al comentado para el escenario severamente adverso. En general, el volumen de pérdidas es menor, 1,7 pp menos, los resultados obtenidos son mayores con 0,3 pp adicionales de capacidad de absorción de pérdidas y el montante de provisiones utilizado es menor debido a las menores pérdidas estimadas. Consecuencia de todo lo anterior es que la ratio de capital CET1 transicional en 2018, es 2,8 pp menor que la de partida en 2015 (1,9 pp menos de impacto que bajo el escenario severamente adverso).

Para las entidades menos significativas bajo supervisión nacional directa, el impacto es similar al del grupo de entidades con actividad internacional

Finalmente, el gráfico 2.34 muestra el resultado de la prueba de resistencia sobre el conjunto considerado de entidades menos significativas sujetas a supervisión nacional directa. Este grupo de entidades parte de una ratio CET1 superior a la de los dos grupos anteriores, 15,1 %. El impacto en capital en pp de APRs es bastante parecido al del grupo de entidades con actividad internacional, y mucho más reducido que el estimado para el conjunto de entidades MUS sin actividad internacional significativa.

Como se puede apreciar, la ratio de solvencia CET1 al final del ejercicio también se encuentra claramente por encima del mínimo regulatorio exigible a finales de 2018. Los resultados bajo el escenario adverso implican una reducción de la ratio de capital de 0,9 pp, terminando el ejercicio en el 14,2 %. Bajo el escenario severamente adverso la ratio de capital disminuye 1,4 pp finalizando en el 13,7 %.

El impacto estimado en pérdidas por riesgo de crédito es ligeramente superior al conjunto de entidades con actividad internacional, pero claramente inferior al resto de entidades MUS. Por su parte, el volumen de provisiones utilizadas está en línea con el volumen de pérdidas estimadas. Destaca que la capacidad de generación de resultados de las entidades menos significativas bajo los escenarios adversos es menor que la que presentan las entidades bajo supervisión directa del MUS.

Estos resultados permiten concluir que bajo los escenarios considerados...

Como resumen general de la prueba de resistencia realizada se puede afirmar que el sistema bancario español, ante un escenario macroeconómico severamente adverso, experimentaría una reducción significativa en sus niveles de capital, pero aun así, lograría

...las entidades mantendrían ratios de solvencia por encima de los mínimos exigidos

mantener un nivel de solvencia por encima del mínimo regulatorio exigible, con mayor o menor holgura dependiendo del tipo de entidades considerado. Estos resultados están en línea (véase Recuadro 2.4) con los obtenidos en el ejercicio de estrés de la ABE, aunque las diferencias que existen entre las dos metodologías de estrés (enfoque *top-down* frente a *bottom-up*, balance estático o dinámico, etc.) y la muestra de entidades cubiertas en ambos casos no permiten una comparación cuantitativa directa.

3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

3.1 Análisis de riesgos macroprudenciales

El Banco de España ha desarrollado un mapa de riesgos para el seguimiento de la situación financiera y la detección de posibles riesgos sistémicos...

... una práctica extendida internacionalmente y que sirve de soporte para orientar la política macroprudencial

La mayor parte de los riesgos se encuentran fuera de niveles de alerta o en nivel de riesgo bajo, con la excepción de la situación bancaria, en nivel medio a consecuencia de la todavía elevada morosidad

El Banco de España realiza de manera regular el seguimiento de riesgos macroprudenciales a través de una herramienta de monitorización que comprende un conjunto de más de cien indicadores en diferentes categorías¹. Tal como se describió en el pasado IEF, esta herramienta transforma en un mapa de riesgos la información de indicadores sobre la evolución del crédito; el mercado de la vivienda; la estructura de liquidez y los plazos del activo y pasivo bancario; la concentración de las carteras de crédito y la morosidad del sistema bancario; así como la situación en los mercados financieros y la evolución de la economía real. Se trata, por tanto, de una herramienta para el seguimiento de la situación del sistema financiero y la detección de posibles riesgos sistémicos.

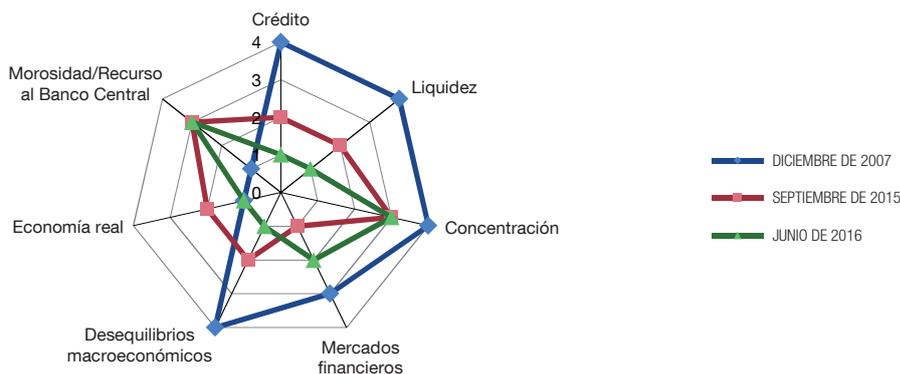
El desarrollo de herramientas de seguimiento y evaluación de riesgos macroprudenciales es una práctica extendida internacionalmente. En el contexto de Basilea, dentro del Comité sobre el Sistema Financiero Global, se ha llevado a cabo la puesta en común de experiencias de los diferentes bancos centrales en la evaluación ex ante de las decisiones de política macroprudencial². El grupo de trabajo, en el que ha participado el BdE, ha recogido múltiples casos de estudio y ejemplos que ilustran las distintas etapas del proceso de evaluación a nivel internacional con la idea de compartir y aprender de otras aproximaciones. En el caso español, el mapa de riesgos sirve de soporte para definir la orientación general de la política macroprudencial. Esta herramienta ha continuado siendo mejorada en los últimos meses mediante la ampliación de indicadores relacionados con liquidez de mercado y precios del sector inmobiliario.

El gráfico 3.1 muestra la situación a la última fecha disponible del mapa de riesgos resumido o sintético. En general, la mayoría de categorías de riesgos (crédito, liquidez, mercados financieros, economía real, desequilibrios macroeconómicos) se encuentran fuera de niveles de alerta o en nivel de riesgo bajo a excepción de la situación bancaria donde se observa una alerta de carácter medio. Esto es consecuencia de la materialización de los desequilibrios previos a la crisis en una mayor morosidad bancaria. Aunque la morosidad se ha reducido notablemente en los últimos tres años, su valor continúa siendo alto comparado con la media histórica, al igual que lo es todavía la concentración de la cartera crediticia, herencia de la anterior fase expansiva. Los indicadores de concentración y de morosidad tienen un carácter más retrospectivo que el resto de indicadores, lo que explica su nivel actual más elevado. Este es el motivo por el cual esta categoría sigue en un nivel de alerta medio. Por otra parte, los posibles desequilibrios macroeconómicos han continuado mejorando desde el último IEF. Tanto estos posibles desequilibrios como las condiciones efectivas de la economía real se sitúan en la actualidad fuera de niveles de alerta. Se observa una mejora paulatina en estas categorías de riesgo desde finales de 2012.

Respecto a la situación reflejada en el último IEF (con referencia a septiembre de 2015), se observa una ligera reducción en el riesgo en la categoría de liquidez, que obedece a la reducción de la volatilidad en los mercados durante el segundo trimestre de 2016 tras los episodios de turbulencias observados en el primer trimestre. No obstante, la pérdida de valor en los activos bursátiles de los bancos ha sido importante y esto se refleja en el

¹ Los detalles sobre las categorías de los indicadores, su agregación y visualización se han publicado en el Documento Ocasional 1601 del Banco de España.

² Véase CGFS (2016), "Experiences with the ex-ante appraisal of macroprudential instruments", CGFS Publications No 56.



FUENTE: Banco de España.

a Se muestran gráficamente los niveles del mapa de riesgos en siete categorías. La categoría de riesgo de crédito agrupa indicadores sobre evolución y grado de desequilibrio del crédito total y bancario a hogares, sociedades no financieras y el total del sector privado no financiero; niveles y carga de endeudamiento de estos sectores; tipos de interés de crédito nuevo y de saldos pendientes; y sobre evolución y desequilibrios de los precios de la vivienda. Los datos de crédito total son estimaciones provisionales a junio de 2016. La categoría de riesgo de liquidez incluye indicadores sobre liquidez bancaria y de mercado. La categoría de concentración incluye indicadores sobre concentración del crédito total y bancario en diferentes sectores y por tipos de acreditados. La categoría de mercados financieros agrupa indicadores sobre correlaciones e interconexión entre entidades bancarias y de estrés sistémico en diferentes mercados. La categoría de desequilibrios macroeconómicos incluye indicadores sobre endeudamiento externo, del sector público y balance de cuenta corriente. La categoría de economía real incluye indicadores sobre crecimiento económico y desempleo. La categoría de morosidad y recurso al banco central incluye indicadores sobre activos dudosos y préstamos del banco central a instituciones financieras. La línea concéntrica más cercana al centro del gráfico corresponde a la situación normal, mientras que el grado de riesgo es creciente cuanto mayor es la distancia al centro.

ligero incremento en el riesgo en la categoría de mercados financieros. Sin embargo, tanto estas categorías como la correspondiente al crédito continúan en una situación de alerta baja, lo cual indica que en estos momentos no se observa evidencia de un aumento de riesgos que pongan en peligro la estabilidad del sistema financiero español.

3.2 Decisiones e iniciativas macroprudenciales

Como se explicó en el anterior IEF, el BdE dispone de una serie de instrumentos macroprudenciales enmarcados en la normativa europea³. Uno de estos instrumentos es el colchón de capital anticíclico (CCA), el cual tiene como objetivo asegurar que el sector bancario en su conjunto cuente con un colchón adicional de capital para ayudar a mantener el flujo de crédito a la economía sin que la solvencia del sistema sea puesta en peligro bajo situaciones de tensión en el sistema financiero.

Colchón de capital anticíclico

El CCA requerido a las entidades se mantiene en el 0% para el último trimestre de 2016

Desde el 1 de enero de 2016, el BdE anuncia trimestralmente el requerimiento correspondiente al CCA que deben mantener los bancos. Para el último trimestre de 2016, la decisión ha sido la de mantener en 0% el porcentaje del CCA aplicable a las exposiciones crediticias en España. Esta decisión se basa en el análisis técnico de indicadores cuantitativos específicos, además de información cualitativa y juicio experto⁴.

La ratio crédito-PIB sigue decreciendo...

El cuadro 3.1 muestra la situación de estos indicadores a junio de 2016. De forma más detallada, en el gráfico 3.2.A se muestra la evolución de la ratio crédito-PIB y su tendencia

3 Directiva 2013/36/UE (CRD IV) y Reglamento UE 575/2013 (CRR). Asimismo, la Circular del Banco de España 2/2016 desarrolla de forma más detallada estas competencias, junto con los requisitos de transparencia informativa y la relación con las autoridades europeas. El uso de estos instrumentos regulatorios se enmarca dentro de la política macroprudencial, cuyo objetivo es contribuir a la protección de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Una descripción general de los objetivos, instrumentos e indicadores de la política macroprudencial del Banco de España puede verse en el Documento Ocasional 1601.

4 La decisión tomada en septiembre de 2016 se basó en información sobre el crédito disponible en ese momento, correspondiente a marzo de 2016.

	Último valor (junio de 2016)	Trimestre previo	Promedio desde 1970	Mínimo desde 1970	Máximo desde 1970	Desviación estándar desde 1970	Promedio 1999-2008 (b)	Mínimo desde 1999	Máximo desde 1999
1 Brecha de crédito-PIB (c)	-61,7	-61,4	1,1	-61,7	45,4	21,3	30,7	-61,7	45,4
2 Ratio de crédito-PIB	167,4	169,7	117,5	73,4	217,7	48,3	148,9	91,5	217,7
3 Intensidad del crédito (d)	-5,1	-7,7	10,5	-17,1	35,8	10,1	21,6	-17,1	35,8
4 Precios en el sector inmobiliario (e)	[-18,7 -14,7]	[-18,7 -14]	[-5,7 -2,8]	[-43 -31,7]	[22,6 27,8]	[13,3 18,1]	[5,8 13,9]	[-43 -31,7]	[20,6 26,5]
5 Endeudamiento del sector privado no financiero (f)	16,3	16,6	18,3	12,0	24,4	2,9	17,7	12,5	24,4
6 Desequilibrios externos (g)	2,5	1,6	-2,3	-10,3	3,2	3,0	-6,1	-10,3	2,5

FUENTE: Banco de España.

- a Estos valores pueden diferir levemente de los publicados en notas de prensa anteriores debido a la actualización de datos (avances) que publica el INE y a que los datos de crédito total son estimaciones provisionales a junio de 2016.
- b El año 1999 corresponde con la incorporación de España a la Unión Monetaria Europea; el año 2008 corresponde con el último año antes del comienzo de la reciente crisis sistémica bancaria en España.
- c La brecha de crédito-PIB se calcula como la desviación de la ratio de crédito-PIB respecto de su tendencia de largo plazo, obtenida mediante un filtro Hodrick-Prescott de una cola (parámetro de suavización igual a 400.000).
- 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 Los rangos en cada columna muestran valores mínimos y máximos de un conjunto de indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto de sus tendencias de largo plazo, obtenidos mediante un filtro Hodrick-Prescott de una cola (parámetro de suavización igual a 400.000 en todos los casos).
- f Se utiliza 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.
- g El indicador de desequilibrios externos se calcula como el saldo de la balanza por cuenta corriente dividido por el PIB.

de largo plazo. Se puede observar que en el periodo previo a la reciente crisis sistémica bancaria (II TR 2009-IV TR 2013) se produjo un notable aumento del endeudamiento de la economía (llegando a alcanzar valores de 220 % de crédito sobre PIB en junio de 2010). Desde entonces, la ratio crédito-PIB ha decrecido de forma sostenida y en la actualidad se sitúa en un valor cercano al 170 %. En consecuencia, este indicador es consistente con el proceso de corrección de los desequilibrios acumulados y, por tanto, no evidencia la necesidad de activar el CCA en este momento.

...y la brecha crédito-PIB se situó en junio de 2016 en -62 pp, mostrando cierta estabilización pero todavía en niveles muy inferiores al umbral de activación del CCA sugerido por Basilea

Por su parte, la brecha de crédito-PIB busca medir el exceso de crédito en términos de producto respecto a su nivel de largo plazo o de equilibrio. La brecha crédito-PIB se calcula como la diferencia en pp entre la ratio del crédito total al sector privado no financiero, dividido por el PIB, menos la tendencia de largo plazo de dicha ratio que se estima mediante un filtro estadístico. Este indicador muestra en junio de 2016 un valor cercano a -62 pp (gráfico 3.2.B). Aunque parece observarse cierta estabilización desde el trimestre previo, este valor está claramente lejos del umbral de activación (2 pp) siguiendo la pauta sugerida por Basilea⁵.

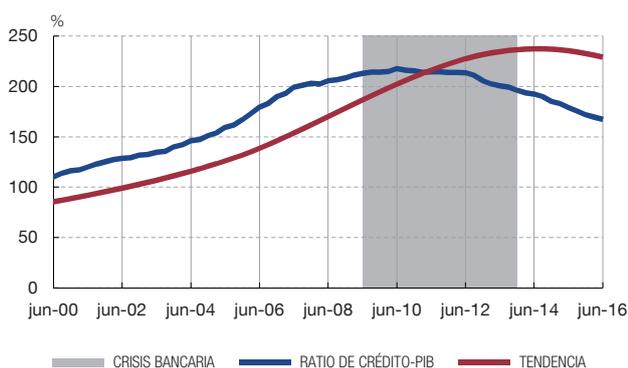
El indicador de intensidad del crédito se mantiene en terreno negativo...

El indicador de intensidad de crédito busca capturar información sobre la aceleración del crecimiento del crédito en términos de producto durante un período de un año. El indicador se calcula como el cambio anual en el crédito agregado (numerador) sobre el producto acumulado para el mismo periodo (denominador)⁶. En el gráfico 3.2.C se observa que aunque este indicador presenta un cambio de tendencia a partir de diciembre de 2013, fruto de una desaceleración en la caída del crédito agregado, se mantiene en junio de

5 Siguiendo esta regla, cuando la brecha crédito-PIB es menor o igual a los 2 pp, la pauta o requerimiento de colchón de capital anticíclico correspondiente es del 0 %, y cuando la brecha crédito-PIB supera el 2 %, la pauta de colchón aplicable aumenta linealmente hasta alcanzar un nivel de 2,5 % cuando la brecha crédito-PIB llega al 10 %.

6 Adicionalmente, la percepción de los bancos sobre la sostenibilidad del endeudamiento privado puede incentivar/restringir la disponibilidad de crédito en los buenos/malos tiempos, potenciando así las fluctuaciones en el ciclo de crédito. Este indicador queda englobado bajo la categoría «medidas de la evolución del crédito» dentro del grupo de indicadores complementarios para orientar la fijación del CCA en la Recomendación de la JERS 2014/1.

A RATIO DE CRÉDITO-PIB Y SU TENDENCIA A LARGO PLAZO (b)



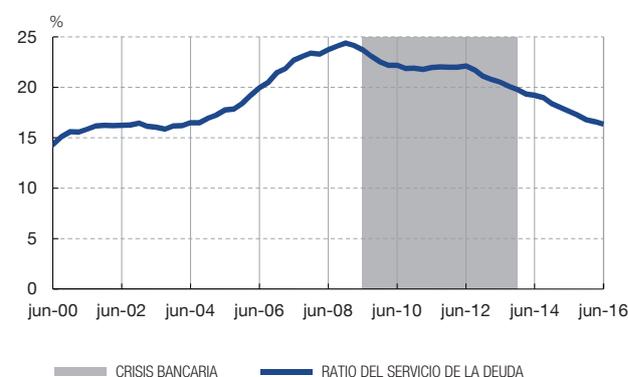
B BRECHA DE CRÉDITO-PIB (b)



C INTENSIDAD DE CRÉDITO (c)



D CARGA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO (DEBT SERVICE RATIO, DSR) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último período de crisis financiera en España correspondiente al período de crisis sistémica bancaria (II TR 2009-IV TR 2013).
 b La tendencia de la ratio de crédito-PIB se calcula con un filtro Hodrick-Prescott de una cola (parámetro de suavización igual a 400.000).
 c 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.
 d La ratio del servicio de la deuda se calcula 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.

2016 en terreno negativo. Por tanto este indicador se encuentra aún, claramente, por debajo de niveles que pudieran dar indicios de una aceleración excesiva y, por ello, no sugiere la necesidad de activar el CCA en este momento.

...y el indicador de carga financiera muestra mejoras en la sostenibilidad de la deuda del sector privado en su conjunto, tanto por la reducción del endeudamiento como por la de su coste

Por otra parte, el indicador de la carga financiera del sector privado (DSR) busca capturar posibles situaciones de insostenibilidad de la deuda del sector privado que permitan anticipar, entre otras cosas, un posible incremento en el número de créditos dudosos. El DSR se define como la proporción de pagos de intereses y capital en relación con la renta disponible a nivel agregado, por lo que mide el esfuerzo que supone el pago de la deuda con respecto a los ingresos disponibles⁷. En el gráfico 3.2.D se observa que el nivel del indicador ha venido decreciendo de forma casi constante desde el inicio de la crisis reciente. Esto es consistente con un proceso de corrección gradual y sostenida del alto nivel de endeudamiento que se alcanzó durante el periodo previo a la crisis en el sector privado y con una importante reducción en su coste medio. En general, este indicador muestra que el sector continúa ajustando los desequilibrios acumulados, y no hay indicios de que

⁷ El indicador se construye en base a una fórmula estándar para el cálculo del valor presente de un préstamo a plazo (utilizando el stock de crédito agregado junto con una tasa de interés y plazo promedios), dividido por la renta disponible.

haya iniciado la fase de expansión. Por consiguiente, este indicador tampoco arroja señales en favor de la activación del CCA.

La información analizada apoya de forma consistente y homogénea la decisión de no activar el CCA

Por tanto, en la actualidad tanto los indicadores centrales como la información analizada, arrojan señales consistentes y suficientemente homogéneas entre sí que dan apoyo a la decisión de no activar el CCA en este momento.

Marco de reciprocidad de medidas macroprudenciales en la UE. Primeras actuaciones

La JERS ha aprobado el marco de reciprocidad de medidas macroprudenciales de la UE,...

Entre las novedades más recientes en el ámbito regulatorio macroprudencial, cabe destacar una nueva recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) sobre el marco de reciprocidad para los Estados miembros de la UE⁸. Aunque ya existían algunas provisiones contenidas en la Directiva 2013/36/UE (CRD IV)⁹ y en el Reglamento UE 575/2013 (CRR)¹⁰ que, para ciertos instrumentos, establecían el deber de reciprocidad¹¹, no se disponía de un marco general para el conjunto de instrumentos macroprudenciales.

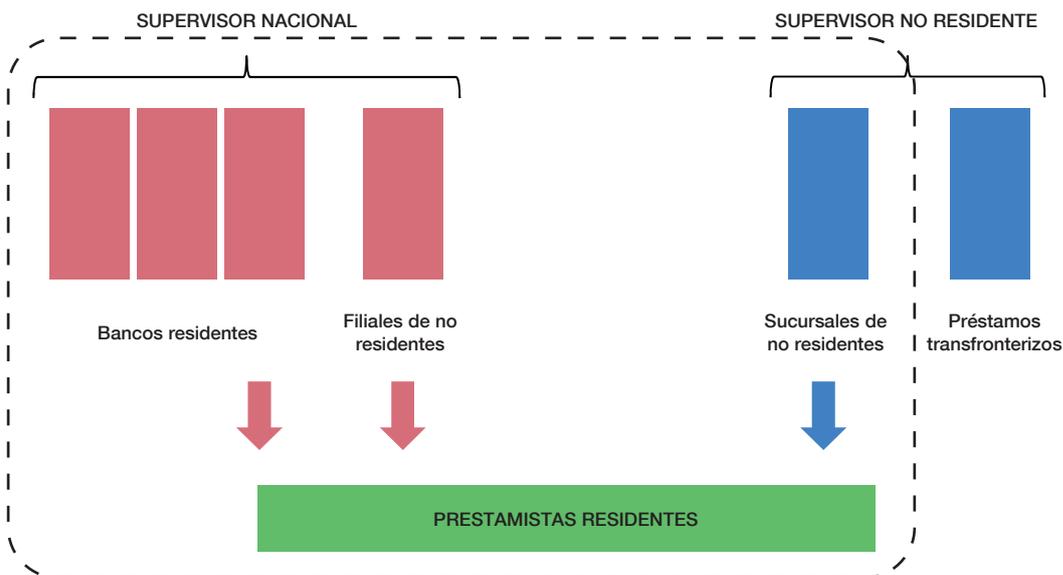
...con el objetivo de atajar efectos transfronterizos no deseados que pueden derivarse de las medidas macroprudenciales adoptadas por un Estado miembro,...

Esta iniciativa de la JERS refleja la toma de conciencia de que las medidas macroprudenciales pueden tener efectos transfronterizos, o resultar insuficientes a nivel doméstico si no obligan a todos los agentes, incluidos los pertenecientes a otra jurisdicción, que están involucrados en la formación del riesgo que se pretende atajar (gráfico 3.3). Por ejemplo, si se detectan riesgos en el mercado de la vivienda, la autoridad macroprudencial puede fijar, entre otros, un aumento de las ponderaciones por riesgo del crédito hipotecario para limitar el crecimiento de la actividad crediticia en este segmento al aumentar el consumo de capital

- 8 Recomendación JERS/2015/2 sobre efectos transfronterizos y aplicación de reciprocidad.
- 9 Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.
- 10 Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012.
- 11 En concreto, para el colchón de capital anticíclico (hasta el 2,5 %) y para la exigencia de un aumento en la ponderación de riesgos o de un mayor LGD (*Loss Given Default*) para exposiciones inmobiliarias, existe la obligación de adoptar medidas equivalentes en la propia jurisdicción.

ESQUEMA SOBRE LA APLICACIÓN DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES

GRÁFICO 3.3



FUENTE: Banco de España.

de estas exposiciones. Pero si la medida se aplica solo a las entidades reguladas por la autoridad nacional (esto es, si no hay un mecanismo de reciprocidad), es posible que se produzcan efectos no deseados, como el recurso del sector privado a la banca no residente para obtener financiación hipotecaria, que podría neutralizar la medida tomada. Otro caso ilustrativo sería la exigencia de un colchón de capital adicional ante una situación de crecimiento excesivo del crédito, y que puede repercutir no solo sobre la concesión de crédito a nivel doméstico, sino también sobre la de otras jurisdicciones (efecto transfronterizo) en las que la presencia del sector bancario nacional sea significativa.

...fijando un marco de cooperación entre países que promueva tratamientos regulatorios equivalentes independientemente de la jurisdicción a que pertenezcan los agentes

El carácter transfronterizo de la política macroprudencial pone de manifiesto la necesidad de un esquema de cooperación entre jurisdicciones que reconozca la aplicación de las medidas aprobadas por el supervisor nacional fuera de su perímetro legal. Con ello, se pretende incrementar la efectividad y consistencia de la regulación, lo que resulta trascendental en una región como la UE que cuenta con un elevado grado de integración financiera. La idea que subyace es asegurar que la exposición a un mismo riesgo tenga un tratamiento regulatorio equivalente independientemente de la jurisdicción a la que pertenezcan los agentes afectados.

Antes de adoptar una medida macroprudencial, las autoridades nacionales deben evaluar sus efectos transfronterizos y, para activar la reciprocidad, solicitarlo a la JERS, quien recomendará la medida al resto de miembros si lo estima conveniente

El procedimiento para activar la reciprocidad entre países es relativamente sencillo. La recomendación de la JERS establece que la autoridad nacional que apruebe una medida macroprudencial debe evaluar, antes de la adopción de nuevas medidas, los posibles efectos transfronterizos, tanto en su jurisdicción como fuera de ésta. Si se observa la necesidad de solicitar reciprocidad a otros Estados miembros de la UE, se le notificará a la JERS, la cual evaluará la petición y, si procede, recomendará la reciprocidad al resto de Estados miembros por la exposición que mantengan sus respectivas entidades en ese país¹². Finalmente, las autoridades del resto de Estados miembros aplicarán la misma medida que la aprobada en el país solicitante, o la más asimilable si ésta no existiera en la legislación nacional, además de informar a la JERS.

El cumplimiento de las recomendaciones no es obligatorio, pero su incumplimiento debe motivarse. La JERS introduce además una exención por «no materialidad» de los efectos transfronterizos

Como todas las recomendaciones de la JERS, no se exige el cumplimiento obligatorio, pero sí es necesario explicar adecuadamente los motivos en caso de incumplimiento. De hecho, existe un motivo justificado de incumplimiento, dado que la propia recomendación de la JERS introduce una exención en la aplicación de la reciprocidad para los casos en los que la exposición al riesgo macroprudencial identificado no sea material. Este criterio de «no materialidad» no altera los objetivos esenciales buscados por el marco de reciprocidad (efectividad y consistencia de las medidas macroprudenciales entre jurisdicciones), y reduce la carga regulatoria a la que se sujetan las entidades. El otro matiz tiene que ver con el carácter de la reciprocidad. En principio, no cabe hablar de que ésta sea automática, ya que las recomendaciones de la JERS no son de cumplimiento obligado.

El Banco de España ha adoptado la recomendación de la JERS y ha evaluado dos peticiones de reciprocidad, desestimándolas por no alcanzarse los umbrales de materialidad

El BdE ha adoptado la recomendación de la JERS, y ha comenzado a evaluar las peticiones de reciprocidad que han tenido lugar por parte de otros Estados miembros. Hasta la fecha se han producido dos peticiones de reciprocidad bajo el marco descrito. La primera consistió en una petición de Bélgica para elevar las ponderaciones por riesgo de las exposiciones hipotecarias, medidas por el método IRB, en 5 pp¹³. La segunda ha sido una

12 La JERS tiene otras alternativas a la reciprocidad pura si en el análisis coste-beneficio determina que la medida a reciprocitar conlleva costes difíciles de asumir para otros Estados miembros. Entre ellas, modificar la medida o considerar su reemplazo por otra con un mejor binomio coste-beneficio. En última instancia, la JERS puede no recomendar la reciprocidad si los efectos transfronterizos son sustanciales y no se pueden mitigar de forma razonable.

13 Recomendación JERS/2016/3. Las autoridades belgas recurrieron al artículo 458 del CRR («flexibility package») para aprobar esta medida.

petición de Estonia para introducir un colchón de riesgo sistémico del 1 % aplicable no solo a las entidades supervisadas por la autoridad estonia sino también a las sucursales de entidades no residentes y a la actividad transfronteriza en este mercado¹⁴. En ambos casos, el BdE ha determinado, siguiendo criterios acordados dentro de la JERS, que las exposiciones de las entidades españolas con estos países no alcanzan los umbrales de materialidad susceptibles de contribuir a los riesgos macroprudenciales detectados en los países solicitantes de reciprocidad. Por lo tanto, no ha sido necesario adoptar ninguna medida.

En el futuro, es previsible que se continúen produciendo peticiones de reciprocidad a medida que los Estados miembros vayan haciendo uso del conjunto de instrumentos macroprudenciales disponible en la regulación. El BdE seguirá estudiando cada petición de manera individualizada, a la vez que evaluará de forma regular el impacto transfronterizo de sus propias decisiones en materia macroprudencial, y la conveniencia de solicitar reciprocidad a otros Estados miembros. Adicionalmente, dada la interdependencia creciente entre los sistemas financieros de los países europeos, será necesario reflexionar sobre cuál debería ser el marco conceptual más adecuado para evaluar los efectos transfronterizos de la política macroprudencial.

Colchón de capital anticíclico en terceros países

La JERS ha adoptado también una recomendación para el reconocimiento y la fijación del CCA para exposiciones frente a países fuera de la UE

Los posibles efectos transfronterizos de la política macroprudencial no se limitan al ámbito de la UE descrito anteriormente, sino que pueden existir interdependencias con otros países. Sin embargo, mientras que la aplicación de reciprocidad es automática para el CCA dentro de la UE, no lo es sobre terceros países fuera de la UE. Esto ha llevado a la JERS a publicar recientemente una recomendación al respecto¹⁵. La recomendación tiene como objetivo contribuir a que en el caso de que el CCA establecido en los terceros países no parezca adecuado, se determine de modo homogéneo un CCA por parte de los Estados miembros de la UE en sus exposiciones a un mismo país fuera de la UE. De esta forma, se busca evitar oportunidades de arbitraje regulatorio entre países europeos que tengan exposiciones materialmente significativas hacia un mismo país no comunitario y, a su vez, asegurar un grado de protección adecuado del sistema bancario europeo frente a riesgos sistémicos por crecimiento excesivo del crédito que puedan surgir en los países fuera de la UE.

El Banco de España ha adoptado esta medida, definiendo los países materiales como aquellos en que las exposiciones ponderadas por riesgo mantenidas por las entidades españolas superen el 2 % de la exposición total

Al igual que la recomendación anterior, esta recomendación también ha sido adoptada por el BdE. El primer paso necesario para el cumplimiento con la recomendación es la determinación, por parte del BdE, de los «países materiales» para las entidades bancarias españolas. Es decir, aquellos países no pertenecientes a la UE con los que el sistema bancario español tiene exposiciones relevantes. Para la clasificación de un país como material, se ha establecido que las exposiciones ponderadas por riesgo con respecto a este país superen un porcentaje dado sobre el total de la exposición ponderada por riesgo, siguiendo la metodología propuesta por la JERS. Este umbral se ha establecido en el 2 %.

Los países que superaban este umbral a diciembre de 2015 son EEUU, Brasil, México, Turquía y Chile,...

Los resultados del estudio realizado, con datos a diciembre de 2015, identifican que los países situados por encima del umbral del 2 % de las exposiciones totales ponderadas por riesgo son, en orden de mayor a menor exposición, EEUU, Brasil, México, Turquía y Chile. Estos cinco países en agregado representan alrededor de un 85 % de la exposición

¹⁴ Recomendación JERS/2016/4. Artículos 133-134 de la CRD IV.

¹⁵ Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países.

del sistema bancario español frente a terceros países, medida en términos de activos ponderados por riesgo. Teniendo en cuenta que la exposición total frente a terceros países es del 30,6 %, se puede considerar que esta lista de cinco países ya cubre la mayor parte de los riesgos derivados de exposiciones con terceros países, por lo que no parece necesario hacer un seguimiento tan exhaustivo del resto de países, en lo referente al uso potencial de un CCA para dichas exposiciones.

...por lo que el Banco de España, en coordinación con la JERS, realizará un seguimiento especial de la evolución del crédito en estos países

Como se ha comentado, el objetivo fundamental de esta recomendación es evitar que problemas derivados de un crecimiento excesivo del crédito en estos países puedan generar riesgos sistémicos en España. Para ello, el BdE realizará un seguimiento especial de la evolución del ciclo de crédito en los países seleccionados. Este seguimiento será realizado de forma coordinada con la JERS, que está llevando a cabo un análisis similar sobre los países que son materiales para el conjunto de la UE.

4 ANEJOS

BALANCE CONSOLIDADO. ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 1

Activo	Jun-16	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	Jun-16/Jun-15	Jun-15	Jun-16
		%	%	%
Caja y bancos centrales	139.953	17,3	3,3	3,8
Entidades de crédito	211.384	5,8	5,5	5,8
Crédito a las Administraciones Públicas	131.943	10,0	3,3	3,6
Crédito al sector privado	2.056.035	0,2	56,1	56,0
Valores de renta fija	577.096	-6,5	16,9	15,7
Otros instrumentos de capital	41.529	-21,4	1,4	1,1
Participaciones	39.688	8,9	1,0	1,1
Derivados	200.225	15,5	4,7	5,5
Activo material	52.351	3,7	1,4	1,4
Resto del activo	222.018	-6,4	6,5	6,0
TOTAL ACTIVO	3.672.221	0,4	100,0	100,0
Pro memoria				
Financiación al sector privado	2.162.200	-1,0	59,7	58,9
Financiación a las Administraciones Públicas	555.656	2,8	14,8	15,1
Activos dudosos totales	153.887	-13,7	4,9	4,2
Ratio de morosidad total	5,04	-87,6 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	Jun-16	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	Jun-16/Jun-15	Jun-15	Jun-16
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	177.968	-11,8	5,5	4,8
Depósitos de entidades de crédito	355.802	-3,6	10,1	9,7
Depósitos de las Administraciones Públicas	105.798	-1,5	2,9	2,9
Depósitos del sector privado	1.946.913	1,9	52,2	53,0
Valores negociables y financiación subordinada	440.723	0,1	12,0	12,0
Derivados	196.133	12,5	4,8	5,3
Provisiones (incluye pensiones)	35.880	-0,3	1,0	1,0
Resto del pasivo	140.903	-8,2	4,2	3,8
TOTAL PASIVO	3.400.120	0,2	92,7	92,6
Pro memoria				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	136.949	-2,0	3,8	3,7
Fondos propios	253.801	2,1	6,8	6,9
Intereses minoritarios	35.079	26,6	0,8	1,0
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-16.779	54,7	-0,3	-0,5
TOTAL PATRIMONIO NETO	272.101	2,5	7,3	7,4
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.672.221	0,4	100,0	100,0

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 julio de 2016 (último disponible) y de julio de 2015 para mantener la comparación en términos interanuales.
- b Diferencia calculada en puntos básicos.

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA.
ENTIDADES DE DEPÓSITO (a)**

ANEJO 2

	Jun-16		Jun-15	Jun-16
	m€	% Var. Jun-2016/ Jun-2015	% ATM	% ATM
Productos financieros	56.062	-3,2	3,18	3,07
Costes financieros	22.278	-3,2	1,26	1,22
Margen de intereses	33.784	-3,2	1,91	1,85
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.088	17,1	0,05	0,06
Margen de intermediación	34.872	-2,7	1,96	1,91
Resultados entidades método participación	2.103	-10,3	0,13	0,12
Comisiones netas	12.003	-0,3	0,66	0,66
Resultado de operaciones financieras	4.551	-36,8	0,40	0,25
Otros resultados de explotación (neto)	-746	.	-0,02	-0,04
Margen bruto	52.783	-7,5	3,13	2,89
Gastos de explotación	26.276	0,0	1,44	1,44
Margen de explotación	26.508	-13,9	1,69	1,45
Pérdidas deterioro (prov. específicas, genéricas)	9.814	-21,4	0,68	0,54
Otras dotaciones a provisiones (neto)	2.943	12,1	0,14	0,16
Otros resultados (neto)	-917	.	-0,02	-0,05
Resultados antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	12.834	-16,4	0,84	0,70
Resultado neto	9.387	-23,6	0,67	0,51
Pro memoria				
Resultado atribuido a la entidad dominante	7.635	-28,8	0,59	0,42

FUENTE: Banco de España.

a Cuenta correspondiente al total de entidades de depósito. La magnitud es el importe acumulado durante el primer semestre de 2016. El porcentaje sobre ATM está anualizado.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

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

NO PERIÓDICOS

Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

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

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

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

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

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

DOCUMENTOS OCASIONALES

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

EDICIONES VARIAS¹

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario)

Boletín Estadístico (mensual²)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual)

Textos de la División de Formación y Selección

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES VARIAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN ESPAÑOL

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

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

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

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