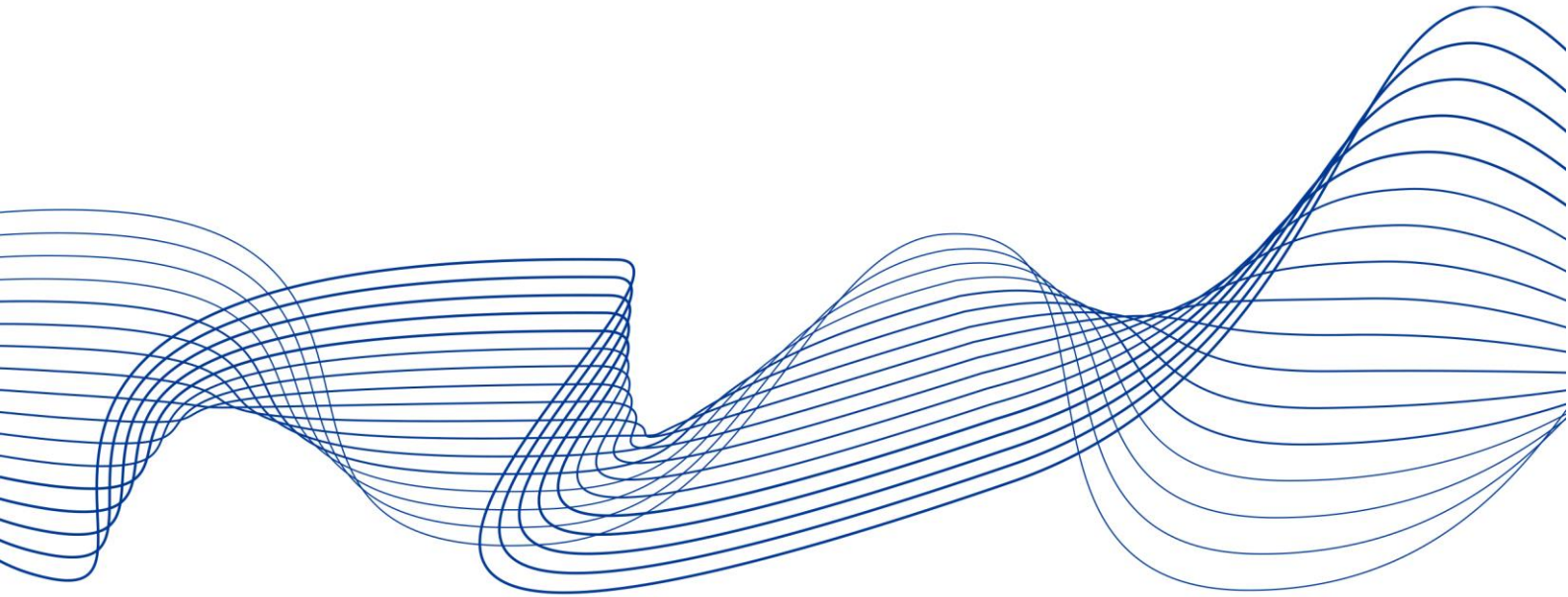


# Informe Anual

2021



**JERS**  
Junta Europea de Riesgo Sistémico  
Sistema Europeo de Supervisión Financiera

# Índice

<b>Prólogo</b>	<b>3</b>
<b>Resumen</b>	<b>5</b>
<b>1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE</b>	<b>8</b>
1.1 Visión general	8
1.2 Evolución de los mercados financieros	9
Recuadro 1 Inflación y vulnerabilidades en los mercados	12
1.3 El riesgo de ciberincidentes sistémicos	15
1.4 Tensiones en los balances de las sociedades no financieras	17
1.5 Calidad de los activos bancarios	18
Recuadro 2 Insolvencias empresariales y evolución de las medidas de apoyo fiscal	21
1.6 Riesgos en los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales	23
1.7 Sostenibilidad de la deuda soberana	26
<b>2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico</b>	<b>28</b>
2.1 Iniciativas para afrontar la acumulación de vulnerabilidades	28
Recuadro 3 Líneas de trabajo de la JERS en respuesta a la guerra en Ucrania	31
2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades de crédito	31
Recuadro 4 Evaluación de la orientación macroprudencial	35
Recuadro 5 Digitalización y el futuro de la banca	36
2.3 Fortalecimiento del marco regulatorio del sistema financiero en su conjunto	38
Recuadro 6 Seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria	42
2.4 Preparación para afrontar los nuevos retos	45



<b>3</b>	<b>Análisis de las medidas nacionales</b>	<b>48</b>
3.1	Descripción de las medidas	48
3.2	Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios	49
3.3	Ponderaciones de riesgo	49
3.4	Colchón de capital anticíclico	50
3.5	Colchón contra riesgos sistémicos	51
3.6	Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)	52
3.7	Otras medidas	52
3.8	Reciprocidad	53
<b>4</b>	<b>Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas</b>	<b>55</b>
4.1	Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS	55
4.2	Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales	59
4.3	Conferencias y seminarios de la JERS y presencia en redes sociales	60
	<b>Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2021 y el 31 de marzo de 2022</b>	<b>63</b>
	<b>Abreviaturas</b>	<b>72</b>



## Prólogo



*Christine Lagarde, presidenta de la Junta Europea de Riesgo Sistémico*

**Me complace presentar el undécimo Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2021 y el 31 de marzo de 2022.**

El Informe Anual es un elemento importante del marco de comunicación de la JERS. Su objetivo es garantizar la transparencia y la rendición de cuentas sobre cómo ha cumplido la JERS su mandato, y va dirigido a los legisladores de la Unión Europea (UE) y a los ciudadanos europeos en general.

**El año 2021 se caracterizó inicialmente por una disminución de los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con la pandemia de coronavirus (COVID-19), dado que la recuperación económica de la UE cobró fuerza y el riesgo de balance de las empresas y los hogares se redujo**

**gradualmente.** Sin embargo, hacia el final del año las nuevas disrupciones en las cadenas de suministro y las subidas de los precios de la energía comprometieron la pujante recuperación y agudizaron las presiones inflacionistas a escala mundial.

**La invasión rusa de Ucrania es una tragedia humanitaria que también ha causado una perturbación grave en la economía europea.** Aunque las exposiciones directas del sistema financiero europeo frente a Rusia son limitadas, los efectos de segunda vuelta tienen implicaciones para las perspectivas de crecimiento económico. La escalada de los precios de la energía y de las materias primas como consecuencia de la guerra agravó las presiones inflacionistas a escala global, lo que llevó a una reevaluación de la senda de la política monetaria en las principales economías. La invasión también elevó el nivel de ciberriesgo, que había ido creciendo en todas las infraestructuras financieras.

**Mientras tanto, las vulnerabilidades a medio plazo en los mercados de la vivienda continuaron aumentando a un ritmo sostenido durante el período analizado.** Con este trasfondo, la JERS emitió avisos o recomendaciones dirigidos a siete países. En el análisis de la JERS se señalaron vulnerabilidades relacionadas con: i) la posible sobrevaloración de los inmuebles residenciales, ii) el nivel de endeudamiento de los hogares, iii) el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y iv) señales de relajación de los criterios de concesión de préstamos.

**La JERS también recomendó el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos con el fin de contribuir a asegurar la detección temprana de estos.**

**Durante todo el período analizado, la JERS continuó trabajando para reforzar el marco macroprudencial de la UE para las entidades de crédito y participó activamente en otras iniciativas de carácter prudencial destinadas a fortalecer el sector financiero en general.** Concretamente, la JERS publicó una nota conceptual en la que expone sus opiniones sobre cómo adaptar el marco macroprudencial para adecuarlo de cara a la próxima década. Una propuesta importante consiste en enriquecer el marco jurídico de la UE con medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios aplicadas a los préstamos para vivienda. La JERS también



realizó un análisis exhaustivo de la usabilidad de los colchones de capital de las entidades de crédito y propuso un nuevo marco conceptual para evaluar la orientación de la política macroprudencial.

**En lo que respecta al sistema financiero en su conjunto, la JERS publicó una recomendación destinada a abordar las vulnerabilidades persistentes en los fondos del mercado monetario.** La JERS también respondió a la consulta específica de la Comisión Europea sobre la revisión del marco de compensación centralizada en la UE. Además, publicó sus opiniones sobre las propuestas de la Comisión para revisar el marco de Solvencia II y la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.

**Asimismo, la JERS examinó riesgos más generales que podrían afectar a la estabilidad del sistema financiero, con una primera exploración de las implicaciones de los mercados de criptoactivos del sector privado y las aplicaciones de finanzas descentralizadas.** La JERS, conjuntamente con el Banco Central Europeo, también publicó un informe conjunto en el que se analiza el impacto del cambio climático sobre las entidades financieras de la UE en función de diversos factores determinantes.

**Durante el período analizado en el Informe, varios apreciados y valorados colegas cesaron en sus cargos y se efectuaron nuevos nombramientos.** Quiero expresar mi sincero agradecimiento a Jens Weidmann, anterior presidente del Deutsche Bundesbank, a Ignazio Visco, gobernador de la Banca d'Italia, y a Pierre Wunsch, gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, por su contribución a la labor del Comité Director de la JERS. También deseo agradecer a Javier Suarez su aportación como presidente del Comité Científico Consultivo (CCC). Asimismo, quiero dar una cordial bienvenida a François Villeroy de Galhau, gobernador de la Banque de France, a Mário Centeno, gobernador del Banco de Portugal, y a Lars Rohde, gobernador del Danmarks Nationalbank, como nuevos miembros del Comité Director de la JERS, y a Lorian Pelizzon, como nueva presidenta del CCC.

Christine Lagarde  
Presidenta de la JERS



# Resumen

**Los riesgos para la estabilidad financiera se han incrementado de forma ostensible desde la invasión rusa de Ucrania y eran significativamente más altos al final del período analizado que un año antes<sup>1</sup>.** El impacto económico de la guerra en Ucrania, unido al endurecimiento de las condiciones financieras como consecuencia del proceso de normalización de la política monetaria, está lastrando la recuperación de la crisis del coronavirus (COVID-19). La persistencia de una inflación elevada y el deterioro de las perspectivas de crecimiento, debido al fuerte encarecimiento de los precios de la energía, los alimentos y las materias primas, y a las disrupciones en las cadenas de suministro, están dando lugar a un aumento del coste de financiación y están reduciendo la capacidad para atender el pago de la deuda. La confluencia de estos factores y su posible amplificación mutua han incrementado la incertidumbre y la probabilidad de materialización de los escenarios de riesgos de cola.

**Esta evolución más reciente contrasta con las tendencias observadas en 2021, que se caracterizaron por una recuperación paulatina —aunque estancada en ocasiones— de la crisis del COVID-19 y por un descenso de los riesgos para la estabilidad financiera a corto plazo.** La recuperación de la economía de la UE de la pandemia redujo gradualmente el riesgo de tensiones en los balances del sector de sociedades no financieras y de efectos de contagio de las vulnerabilidades de estas sociedades a las entidades de crédito. Sin embargo, las vulnerabilidades continuaron aumentando en los mercados de renta variable y de activos de riesgo, así como en el mercado inmobiliario residencial, donde las valoraciones excesivas agravaron el riesgo de correcciones de los precios a medio plazo.

**En la segunda mitad de 2021, las nuevas variantes del coronavirus, la persistencia de disrupciones en las cadenas de suministro asociadas a la pandemia y la escalada de los precios de las materias primas y de la energía dieron lugar a un repunte de la inflación a nivel mundial.** Estas presiones inflacionistas agudizaron las vulnerabilidades relacionadas con la pandemia y comprometieron la pujante recuperación (en el recuadro 1 se analizan las vulnerabilidades derivadas de la elevada inflación). El comienzo de 2022 se caracterizó por notables correcciones en los mercados de renta fija y de renta variable como consecuencia de las reevaluaciones de la senda de la política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro.

**La invasión de Ucrania por parte de Rusia supuso una perturbación grave que se sumó a las secuelas de la pandemia de COVID-19.** Aunque las exposiciones directas del sector financiero de la UE a Rusia y a Ucrania son limitadas, este podría verse afectado por los efectos de segunda vuelta provocados por el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento, el deterioro de la confianza de los inversores y de los consumidores y una posible corrección de los precios de los activos. La invasión rusa también incrementó el riesgo de ciberataques, que había ido creciendo a lo largo del tiempo en todas las infraestructuras financieras.

**Para abordar las crecientes vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial, la JERS emitió avisos y recomendaciones para siete países.** Los avisos se dirigieron a los ministros competentes de cinco países con nuevas vulnerabilidades identificadas que no se habían abordado en la medida suficiente: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Hungría y Liechtenstein. Las recomendaciones se remitieron a los ministros competentes de otros dos países: Alemania y

<sup>1</sup> El período analizado en este informe abarca desde el 1 de abril de 2021 hasta el 31 de marzo de 2022.



Austria. Tras la emisión de estas recomendaciones, las autoridades de ambos países anunciaron nuevas medidas para abordar las vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial. La JERS también publicó una evaluación del cumplimiento de las recomendaciones emitidas en 2019.

**Para hacer frente al riesgo creciente de ciberataques sistémicos, la JERS también recomendó el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos. La coordinación y la comunicación tempranas en caso de ciberincidentes podrían ayudar a asegurar que estos se detecten y afronten con prontitud.** Algunos aspectos de esta recomendación —como el seguimiento de los ciberincidentes que podrían tener implicaciones para la estabilidad financiera— ya se encontraban en una fase avanzada de implementación cuando Rusia invadió Ucrania.

**En los doce últimos meses, la JERS contribuyó a reforzar el marco macroprudencial para las entidades de crédito.** La JERS dio sus opiniones en respuesta a la solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea sobre la revisión de dicho marco. Como parte de sus propuestas, la JERS sugirió que el marco jurídico de la UE se enriqueciera con medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios aplicadas a los préstamos para vivienda. También realizó un análisis exhaustivo de la usabilidad de los colchones de capital de las entidades de crédito y propuso un nuevo marco conceptual para la orientación de la política macroprudencial, que suponía contrastar los riesgos sistémicos con las medidas tomadas para abordarlos. Asimismo, la JERS siguió realizando un seguimiento de las medidas macroprudenciales adoptadas por los países del Espacio Económico Europeo (EEE).

**En cuanto al sistema financiero en su conjunto, la JERS emitió una recomendación destinada a abordar las vulnerabilidades persistentes en los fondos del mercado monetario —que volvieron a ponerse de manifiesto a comienzos de la pandemia de COVID-19— y respondió a la consulta específica de la Comisión Europea sobre la revisión del marco de compensación centralizada en la UE.** Esta última contribución se basó en la respuesta de la JERS a la consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) sobre la determinación de la importancia sistémica de las entidades de contrapartida central (ECC) del Reino Unido y sus servicios de compensación, que también se publicó durante el período analizado. La JERS continuó aportando escenarios adversos para las pruebas de resistencia llevadas a cabo por las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) y publicó un informe sobre las implicaciones para la estabilidad financiera de la Norma Internacional de Información Financiera n.º 17 (NIIF 17) sobre los contratos de seguro. Asimismo, publicó sus opiniones sobre las propuestas de la Comisión para revisar el marco de Solvencia II y la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés).

**Además, la JERS dio pasos adicionales para abordar los «riesgos híbridos» —es decir, los riesgos más generales que podrían afectar también al sector financiero—.** La JERS creó un grupo de alto nivel para estudiar la necesidad y el alcance de trabajos analíticos futuros sobre las implicaciones sistémicas de los mercados de criptoactivos del sector privado y las aplicaciones de finanzas descentralizadas (DeFi) para la estabilidad del sector financiero de la UE, sentando las bases para evaluar la conveniencia de desarrollar políticas en este ámbito. La JERS también publicó, conjuntamente con el Banco Central Europeo (BCE), un informe en el que se analiza el impacto del cambio climático sobre las entidades financieras de la UE en función de diversos determinantes.

**La JERS siguió evaluando el cumplimiento de sus recomendaciones anteriores.** Por último, en consonancia con las obligaciones de rendición de cuentas y de información de la JERS, su presidenta asistió a una audiencia pública el 1 de julio de 2021 ante la Comisión de Asuntos



Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo y mantuvo dos reuniones virtuales confidenciales con la presidenta y los vicepresidentes de la ECON para discutir los riesgos para la estabilidad financiera. La JERS también organizó una serie de conferencias y seminarios (incluida una conferencia para celebrar el 10º aniversario de su creación) con el fin de promover el debate sobre la política macroprudencial.





# 1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE

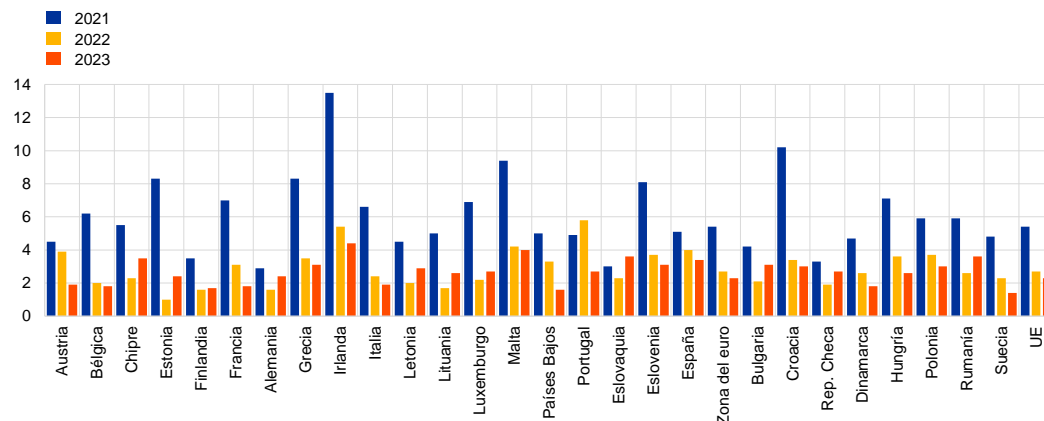
## 1.1 Visión general

**Durante el período analizado, los riesgos a corto plazo relacionados con la pandemia disminuyeron gradualmente, mientras que las vulnerabilidades cíclicas a medio plazo en el sector privado no financiero y en los mercados financieros continuaron aumentando.**

Gracias al despliegue de las vacunaciones, al mantenimiento de las amplias medidas de apoyo público, a la aplicación de medidas de distanciamiento social más selectivas y a la adaptación económica a la pandemia, la economía de la UE se fue recuperando durante 2021 (gráfico 1). Al mismo tiempo, el riesgo de tensiones en los balances de las sociedades no financieras y el riesgo de efectos de contagio a las entidades de crédito se redujeron. En cambio, siguieron acumulándose vulnerabilidades en los mercados financieros, así como en el mercado inmobiliario residencial, donde las valoraciones excesivas (en un entorno de creciente endeudamiento de los hogares) acentuaron el riesgo de correcciones de los precios a medio plazo. La segunda mitad del año estuvo marcada por la aparición de nuevas variantes del coronavirus (gráfico 2), la persistencia de interrupciones en las cadenas de suministro asociadas a la pandemia y el aumento de los precios de la energía. Estos factores adversos a corto plazo dieron lugar a un incremento de las presiones inflacionistas en todo el mundo, intensificaron las vulnerabilidades relacionadas con la pandemia y, en general, comprometieron la pujante recuperación (véase el recuadro 1 sobre las vulnerabilidades derivadas de la inflación). Por último, durante los últimos meses de 2021 y a principios de 2022, los mercados financieros reevaluaron la senda esperada de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y en otras economías avanzadas, con repercusiones sobre las valoraciones en los mercados de renta fija y variable.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB en 2021 y previsiones para 2022 y 2023

(tasas de variación interanual)



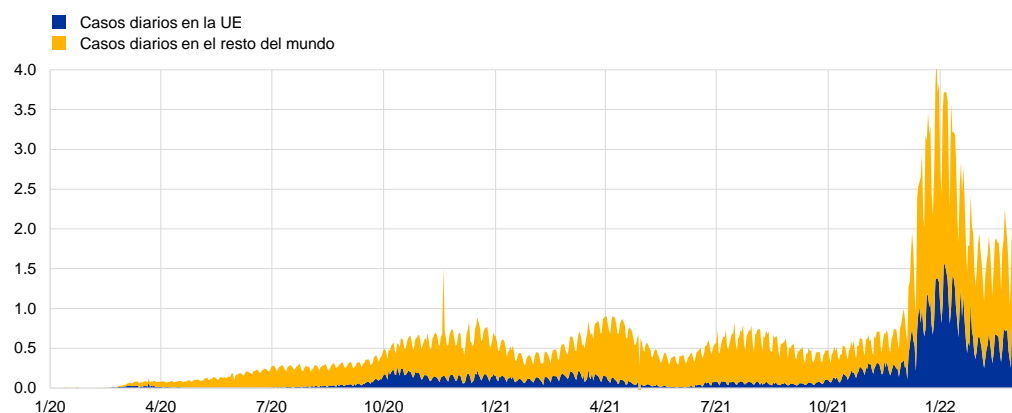
Fuentes: Previsiones económicas de invierno de 2022 de la Comisión Europea y cálculos de la JERS.



Gráfico 2

### Casos de COVID-19, variación diaria

(millones)



Fuentes: Datos de la [Johns Hopkins University](#) y cálculos de la JERS.

**A fecha de marzo de 2022, la JERS considera que la invasión de Ucrania por parte de Rusia es una perturbación grave de duración y alcance inciertos, que podría tener consecuencias a largo plazo y podría transformar las relaciones comerciales y financieras en la economía mundial.** La guerra en Ucrania ha incrementado la incertidumbre significativamente y ha provocado una escalada de los precios de la energía y las materias primas, una corrección pronunciada de los precios de los activos y disrupciones adicionales en las cadenas de suministro. Estos desarrollos no solo han generado un deterioro de las perspectivas macroeconómicas para la UE, sino que también han aumentado los riesgos para la estabilidad financiera debido a la multiplicación de los escenarios de riesgos de cola. Los nuevos retos planteados por el conflicto han agravado las secuelas de la pandemia de COVID-19 —en especial, el incremento de la deuda empresarial y soberana—. Además, la guerra también ha elevado el nivel de ciberriesgo, que había ido creciendo con el tiempo en todas las infraestructuras financieras.

## 1.2 Evolución de los mercados financieros

**La pujanza de los mercados financieros continuó en 2021, apoyada por la mejora de las condiciones económicas.** En el contexto de la recuperación económica de la crisis del COVID-19, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores<sup>2</sup> prosiguió en 2021, lo que se tradujo en: i) valoraciones excesivas de las acciones en varios segmentos del mercado<sup>3</sup>, ii) la compresión de los diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras en un entorno de aumento de las emisiones y iii) mayor intensidad de la actividad emisora en los mercados de préstamos apalancados. El riesgo de una corrección abrupta y generalizada de los precios de los activos se incrementó hacia el final de 2021, debido a la elevada incertidumbre

<sup>2</sup> En el contexto de la recuperación, esta búsqueda de rentabilidad reflejó: i) el descenso observado en los rendimientos reales tras el incremento de las presiones inflacionistas y ii) la abundante liquidez disponible para los inversores.

<sup>3</sup> Este impulso de los mercados de renta variable se vio reforzado de manera apreciable por el mayor apalancamiento y la mayor asunción de riesgos por parte de los intermediarios financieros no bancarios.



sobre las perspectivas de inflación y las respuestas futuras de la política monetaria, así como a las crecientes tensiones geopolíticas.

**El alza de la inflación y el cambio en las expectativas de los mercados con respecto a la senda de endurecimiento de la política monetaria a principios de 2022 contribuyeron al aumento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en varios de los mercados principales, a la ampliación de los diferenciales corporativos y a la anotación de pérdidas en los mercados de renta variable.** En cuanto a los valores de renta fija a más largo plazo, los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de Alemania se incrementaron de forma acusada entre finales de 2021 y finales de marzo de 2022, y se situaron en el 2,3 % y el 0,5 %, respectivamente. Los rendimientos de los bonos corporativos se vieron afectados también, y los diferenciales comenzaron a aumentar de nuevo (gráfico 3), en un entorno de grandes volúmenes de emisiones de bonos de alta rentabilidad durante 2021. Además, el giro de los mercados de renta fija tuvo un notable impacto en los mercados de renta variable, con los flujos de caja descontándose a un tipo más alto. Los principales índices bursátiles sufrieron pérdidas —aunque la corrección a la baja de los precios de las acciones fue moderada en comparación con la magnitud de la posible sobrevaloración—. A finales de marzo de 2022, el índice S&P 500 se situaba todavía alrededor de un 40 % por encima de su nivel prepandemia (es decir, de finales de 2019), lo que indicaba que había margen para que registrara caídas adicionales significativas (gráfico 5). En marzo de 2022, las valoraciones bursátiles seguían siendo excesivas en Estados Unidos, mientras que en Europa eran acordes, en general, con su media histórica (gráfico 4).

Gráfico 3

### Diferenciales de los bonos de alta rentabilidad y de grado de inversión

(porcentajes)



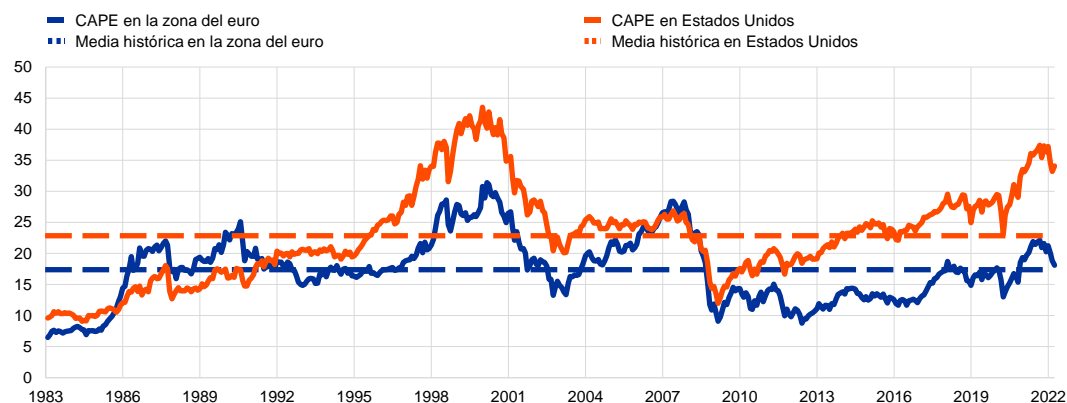
Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS.



Gráfico 4

### Ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE) en la zona del euro y en Estados Unidos y medias históricas desde el 31 de diciembre de 1982

(ratio)

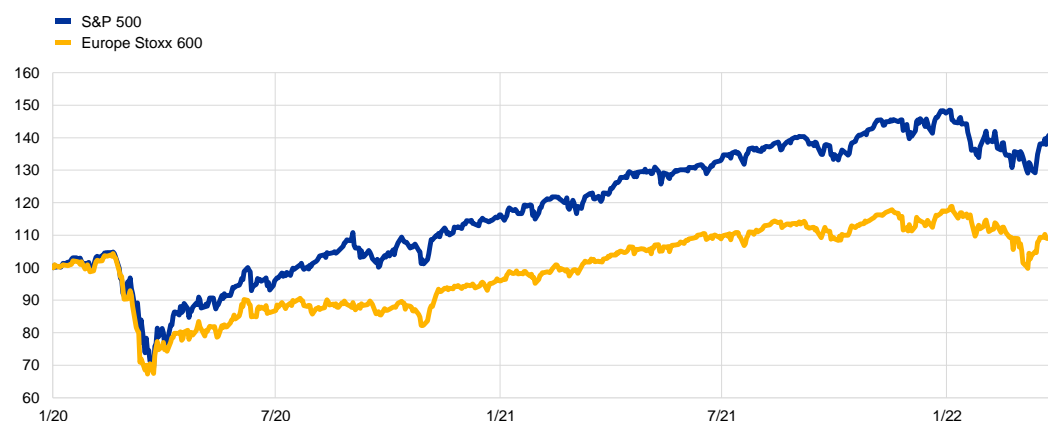


Fuentes: Datastream y cálculos de la JERS.

Gráfico 5

### Índices bursátiles

(índice: enero de 2020 = 100)



Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS.

### La invasión rusa de Ucrania provocó un incremento considerable de la volatilidad en los mercados financieros y una corrección pronunciada de los precios de los activos.

Inicialmente puso fin a la tendencia de aumento de los rendimientos de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de la zona del euro (gráfico 6), pero los descensos se revirtieron en semanas posteriores. El comienzo del conflicto también generó una caída de las cotizaciones. No obstante, el riesgo de nuevas correcciones abruptas de los precios de los activos continuó siendo elevado, ya que las valoraciones de las acciones se basaron en los supuestos de que el impacto de la guerra de Ucrania en el crecimiento mundial sería moderado y de que la senda de endurecimiento monetario esperada por los mercados sería suficiente para reducir gradualmente las tasas de inflación hasta cumplir los objetivos de los bancos centrales en un plazo de dos años. En este contexto, en marzo de 2022, la JERS considera que la materialización del riesgo de nuevas correcciones abruptas de los precios de los activos depende fundamentalmente de la

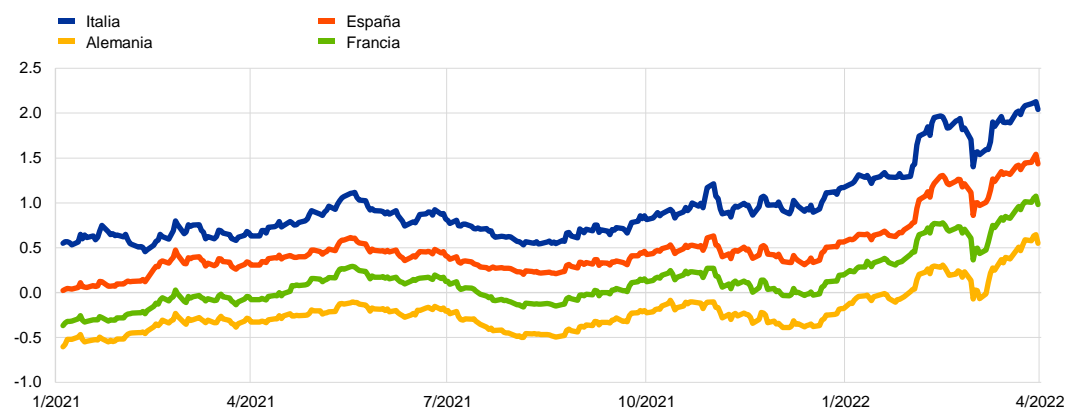


duración y del alcance de la guerra y de su impacto en el crecimiento económico global y en la dinámica de la inflación.

Gráfico 6

### Rendimientos de la deuda soberana a diez años

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS.

### Recuadro 1

#### Inflación y vulnerabilidades en los mercados

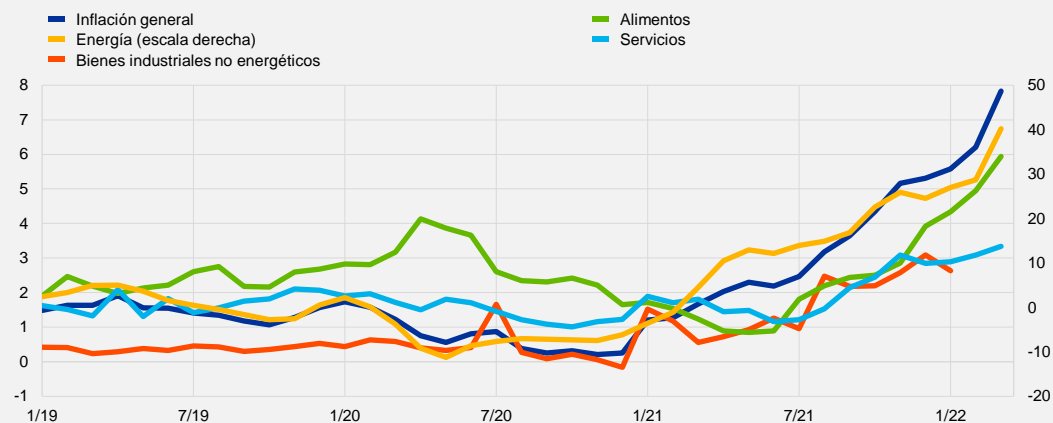
La inflación en la UE y en otras economías avanzadas aumentó de forma acusada en el período analizado, impulsada principalmente por el encarecimiento de los precios de la energía y las materias primas y por las disrupciones en las cadenas de suministro (gráficos A y B). En marzo de 2022, la inflación general en la UE se situó en el 7,8 %, frente al 1,7 % registrado un año antes. El principal factor determinante de este avance fue la escalada de los precios de la energía (incluidos los de los combustibles, la electricidad y el gas). Los precios de la energía se incrementaron significativamente debido al repunte de la demanda tras los confinamientos por el COVID-19, al estallido de la guerra en Ucrania y a la contracción de la oferta. Los precios de los alimentos también crecieron a un ritmo acelerado, como consecuencia de los elevados costes de los insumos, las disrupciones temporales en la logística y la inestabilidad del clima.



Gráfico A

### Tasas de inflación en la UE

(tasas de variación interanual)

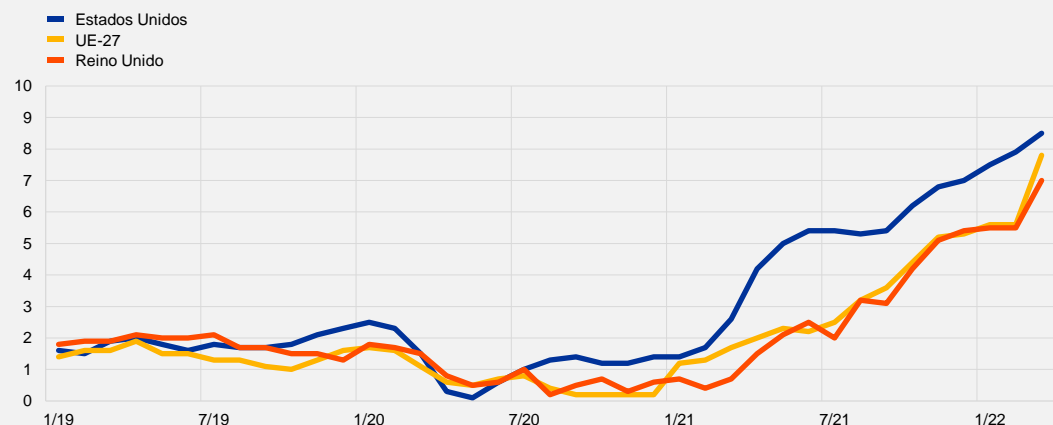


Fuente: Datastream.

Gráfico B

### Inflación en las principales economías

(tasas de variación interanual)



Fuente: Bloomberg.

**La inflación subyacente, excluidos la energía y los alimentos, también se incrementó en la UE en 2021 y a principios de 2022.** En múltiples bienes y servicios se observaron alzas de precios significativas, lo que indicaba que las presiones inflacionistas habían adquirido un carácter más generalizado. Como resultado, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se elevaron durante el período analizado, aunque sus aumentos fueron más moderados que las subidas registradas en los precios de la energía y los alimentos.

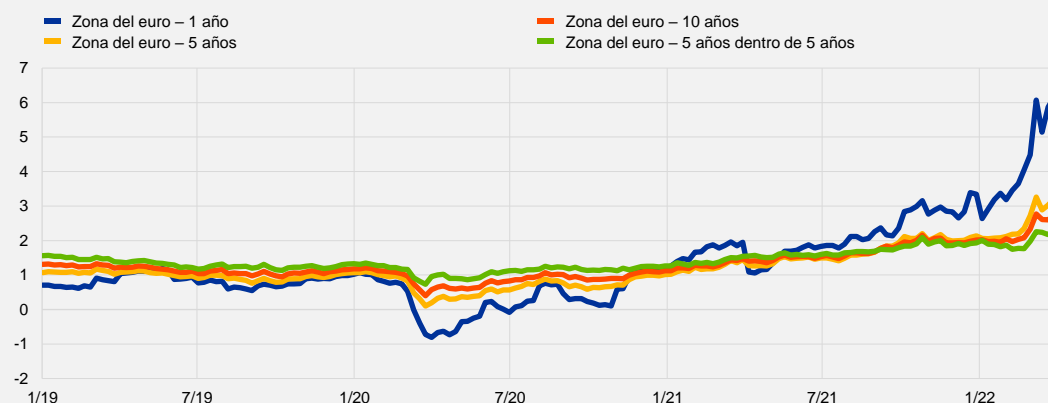
**Las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado para Estados Unidos y la zona del euro aumentaron con fuerza durante el período analizado.** Los incrementos fueron especialmente significativos en las expectativas de inflación a corto plazo (gráficos C y D). Las expectativas de inflación a más largo plazo también se elevaron en 2021, pero de forma menos pronunciada. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo para la zona del euro se estabilizaron cerca del objetivo del 2 % en los primeros meses de 2022.



Gráfico C

### Expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado para la zona del euro

(tasas de variación interanual)

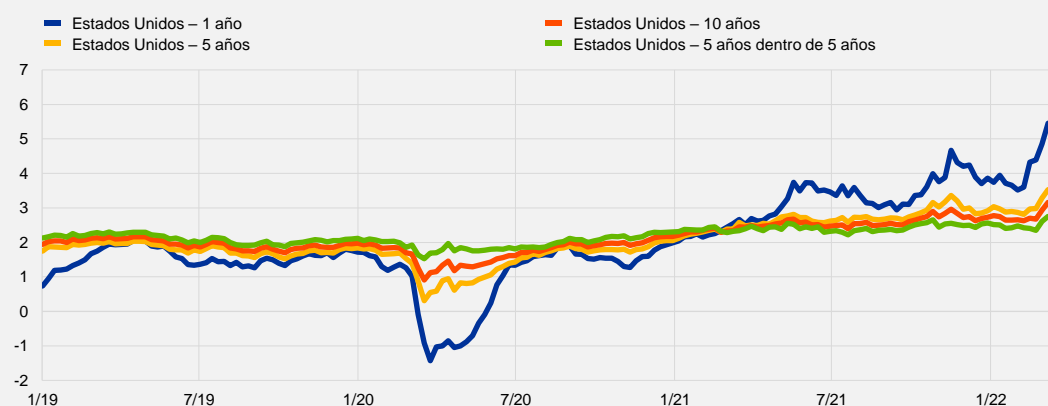


Fuente: Datastream.

Gráfico D

### Expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado para Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuente: Datastream.

#### La escalada de inflación registrada en 2021 dio lugar a nuevas consideraciones de

**estabilidad financiera.** En primer lugar, un período prolongado de inflación elevada puede generar incertidumbre en los mercados financieros (en particular, en los de renta fija), ejerciendo a su vez presiones al alza sobre las primas de riesgo que están incorporadas en los precios de los activos. Ello puede provocar cuantiosas pérdidas como consecuencia de la valoración a precios de mercado para las entidades financieras y los sectores con grandes exposiciones afectadas. Además, la fuerte corrección de los precios en los mercados financieros podría desencadenar reembolsos bruscos y significativos de los fondos de inversión, que podrían amplificar las correcciones de los precios de los activos. En segundo lugar, los niveles elevados de inflación reducen la renta real de los hogares y los márgenes empresariales, con efectos adversos sobre las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera. En tercer lugar, las intensas presiones sobre los precios en la economía también pueden generar salidas de capitales, lo que podría ejercer presiones depreciatorias sobre la moneda. Ello, a su vez, aceleraría más las presiones inflacionistas. En su labor de identificación de los riesgos para la estabilidad financiera, la JERS ha



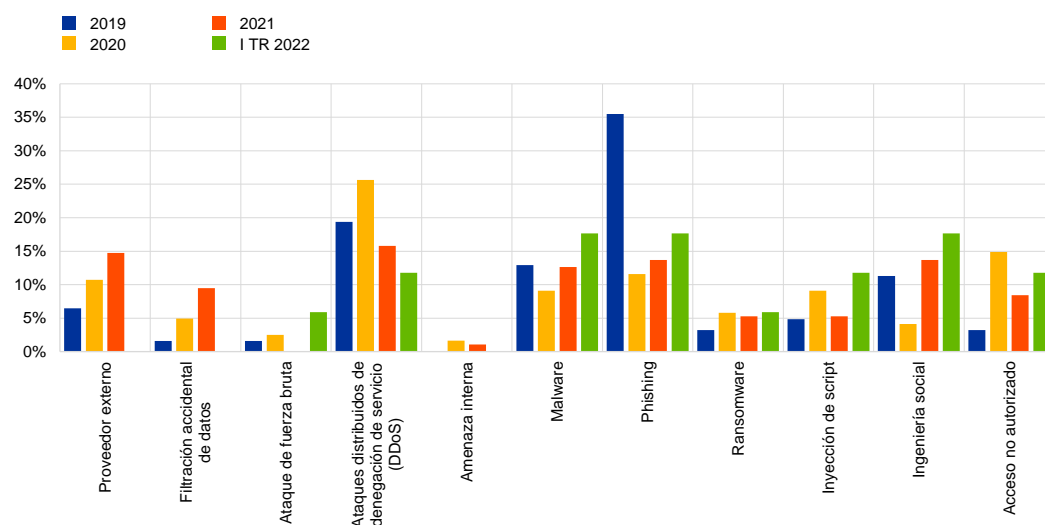
realizado un seguimiento de estos desarrollos, dado que tenían el potencial de agravar más las vulnerabilidades existentes, por ejemplo, en el mercado inmobiliario.

### 1.3 El riesgo de ciberincidentes sistémicos

**Los ciberincidentes sistémicos (causados intencionada o inintencionadamente) representan una amenaza cada vez mayor para el sector financiero.** En el pasado, los ataques intencionados se debían principalmente a la actividad maliciosa de grupos criminales que intentaban conseguir el pago de un rescate. Sin embargo, en los últimos años, las estrategias de ciberataque se han diversificado y ahora su objetivo suele ser interrumpir el funcionamiento de cadenas de servicios completas (gráfico 7). Un informe elaborado en 2021 por la Agencia de la Unión Europea para la Ciberseguridad (ENISA) apuntaba a un incremento de los ciberataques organizados a las cadenas de suministro tecnológicas a partir de 2020<sup>4</sup>. Además, los datos públicos disponibles sugieren que, en febrero de 2022, el sector financiero se convirtió en el segundo sector que más ataques recibió a nivel mundial (después del sanitario)<sup>5</sup>.

**Gráfico 7**  
**Ciberincidentes, por tipo, desde 2019 hasta el primer trimestre de 2022**

(porcentajes)



Fuentes: Cálculos del BCE y de la JERS.

Nota: Ciberataques en las entidades de crédito supervisadas en el marco del MUS, por tipo de ataque, en porcentaje del total.

**El riesgo de interrupciones generalizadas aumentó durante el período analizado debido, entre otros factores, a la guerra en Ucrania.** La mayoría de los ciberincidentes ocurridos en entidades de crédito supervisadas en el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) entre 2019 y el primer trimestre de 2022 se registraron en 2020 (gráfico 8), y el número de ciberataques que los bancos han comunicado a la Supervisión Bancaria del BCE no se ha incrementado desde la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, es probable que algunos ciberataques recientes ya se

<sup>4</sup> Véase «[Threat Landscape for Supply Chain Attacks](#)», ENISA, 2021.

<sup>5</sup> En febrero de 2022, «Finanzas y Seguros» y «Fintech» combinados eran el mayor grupo objetivo, después de «Actividades sanitarias y de servicios sociales». Véase «[February 2022 Cyber Attacks Statistics](#)», Hackmaggedon, marzo de 2022.

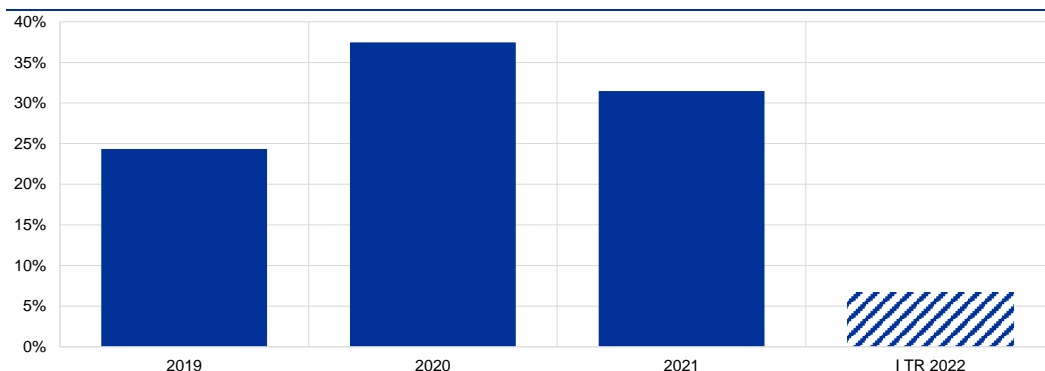




hubieran iniciado hace varios meses, aunque no se hayan activado hasta hace poco. Teniendo esto en cuenta, en marzo de 2022 continúa habiendo una incertidumbre considerable sobre el número de ciberataques rusos que podrían haberse iniciado durante el período analizado, pero que no se habían activado o detectado aún al final del mismo, así como sobre la gravedad de los mismos. A pesar de esta incertidumbre, las autoridades reforzaron su vigilancia teniendo presente el conocido ejemplo del ciberincidente «NotPetya» de 2017, que se propagó por todo el mundo tras haber infectado en un principio a bancos ucranianos y causó disrupciones significativas en infraestructuras críticas y en servicios públicos del país<sup>6</sup>.

**Gráfico 8**  
**Ciberincidentes, por año, desde 2019 hasta el primer trimestre de 2022**

(porcentajes)



Fuentes: Cálculos del BCE y de la JERS.

Nota: El gráfico muestra la distribución de los ciberincidentes comunicados por las entidades de crédito supervisadas en el marco del MUS entre 2019 y el primer trimestre de 2022 en porcentaje del total durante dicho período.

**En los últimos años, factores estructurales (como la rápida digitalización de la economía, la creciente dependencia de los servicios en la nube y la brecha de protección de los ciberseguros<sup>7</sup>) han aumentado la probabilidad de ciberincidentes no intencionados más frecuentes y costosos, especialmente como consecuencia de fallos operativos.** La importancia cada vez mayor de los servicios en la nube puede dar lugar a un riesgo de concentración en el sistema financiero: si bien el gasto en servicios en la nube externalizados casi se duplicó entre 2018 y 2019, pasando del 3 % al 6 % del total del gasto en externalización tecnológica, el 85 % de las entidades de crédito significativas del MUS declara que externaliza estos servicios. Los riesgos de ciberincidentes también se elevaron por el incremento del teletrabajo, el actual proceso de digitalización de los servicios bancarios y el mayor riesgo de incidentes no intencionados, como los causados por error humano. A pesar de la naturaleza potencialmente sistémica y transfronteriza de los ciberriesgos, los ciberseguros todavía representan una pequeña proporción del mercado de seguros de no vida a nivel mundial: las limitaciones de datos y el escaso conocimiento de los ciberriesgos por parte tanto de las aseguradoras como de los asegurados siguen siendo obstáculos importantes para un mayor

<sup>6</sup> Podría afirmarse que, después de Wannacry, el virus NotPetya fue el ejemplo más claro del riesgo de un ciberataque grave, mientras que el impacto del virus mostró la capacidad de resistencia de las entidades financieras a este tipo de ataques.

<sup>7</sup> La brecha de protección de los ciberseguros es la diferencia entre las pérdidas económicas y las aseguradas en relación con ciberincidentes.



crecimiento en este ámbito y están dificultando el cierre de la brecha de protección de los ciberseguros<sup>8</sup>.

## 1.4 Tensiones en los balances de las sociedades no financieras

**Los riesgos a corto plazo del sector privado no financiero disminuyeron a lo largo de 2021 en un contexto de recuperación económica y de mejora de las expectativas de beneficios empresariales.** La ratio de deuda del sector de sociedades no financieras de la zona del euro cayó en el segundo y el tercer trimestre de 2021, tras aumentar en 2020<sup>9</sup>. Además, los ingresos de las empresas se recuperaron ampliamente en 2021, respaldados por el repunte de la actividad económica, los bajos costes de financiación y la continuación del apoyo fiscal. Sin embargo, el último trimestre de 2021 fue testigo de una desaceleración de la actividad como consecuencia de los cuellos de botella en las cadenas de suministro asociados a la pandemia, de la escasez de mano de obra y de los significativos aumentos de los precios de la energía. Estos desarrollos se vieron agravados por el incremento de las tasas de contagio por COVID-19 y las correspondientes medidas de contención.

**Pese a la retirada gradual de las medidas fiscales, las insolvencias empresariales permanecieron por debajo de los niveles previos a la pandemia, en términos agregados, pero persistieron algunos focos de vulnerabilidad.** En 2021 se retiraron gradualmente las medidas de apoyo relacionadas con la pandemia, gracias al rápido avance de las campañas de vacunación y, por tanto, a la reapertura de las economías de los países. Sin embargo, la mayor incertidumbre resultante del repunte de las tasas de contagio y las nuevas medidas de distanciamiento social introducidas en la segunda mitad de 2021 llevaron a algunos países a prolongar una proporción significativa de su apoyo fiscal hasta mediados de 2022<sup>10</sup>. Pese a la reducción de este apoyo, en el cuarto trimestre de 2021, las declaraciones de concurso de acreedores en la UE fueron un 21,96 % inferiores a los niveles registrados antes de la pandemia y permanecieron por debajo de ellos desde su irrupción (en el recuadro 2 se analizan las insolvencias empresariales en el contexto de la evolución de las medidas de apoyo fiscal). No obstante, al final del período analizado, las empresas más vulnerables y altamente apalancadas sufrían cada vez más el impacto de la guerra en Ucrania.

**La invasión de Ucrania ha multiplicado los escenarios de riesgos de cola y ha agravado significativamente los riesgos macroeconómicos.** El debilitamiento de la confianza, las disrupciones adicionales en las cadenas de suministro y el encarecimiento de los precios de la energía y las materias primas podrían tener un impacto grave en el crecimiento debido a la disminución de la renta real de los hogares y de los márgenes empresariales. La JERS afirma que, al final del período analizado, este efecto negativo sobre el crecimiento podría ser particularmente severo si la guerra se prolongara y el alcance de las sanciones impuestas a Rusia siguiera ampliándose (por ejemplo, al incluir las importaciones de petróleo y gas natural a la UE). La materialización de este escenario de riesgos de cola agudizaría considerablemente los riesgos para los balances del sector de sociedades no financieras y —aunque en menor medida— del

<sup>8</sup> Véase «[Financial Stability Review](#)», BCE, noviembre de 2021.

<sup>9</sup> La ratio de deuda del sector de sociedades no financieras de la zona del euro es la ratio de los valores representativos de deuda y los préstamos de estas sociedades sobre el PIB; véase el Statistical Data Warehouse del [sitio web del BCE](#).

<sup>10</sup> El apoyo fiscal que se retiró en el transcurso de 2021 fue equivalente al 6,85 % del PIB de 2019, mientras que el apoyo que se prevé retirar, como tarde, a mediados de 2022 asciende al 8,58 % del PIB de 2019. Los países considerados son los incluidos en la Recomendación JERS/2020/8.



sector hogares. Esto ocurriría también en un momento en el que las restricciones a las políticas macroeconómicas expansivas son mayores que al comienzo de la pandemia de COVID-19.

## 1.5 Calidad de los activos bancarios

**En consonancia con la mejora de la situación del sector de sociedades no financieras, las preocupaciones sobre posibles efectos de contagio a las entidades de crédito se aliviaron en el período analizado.** La rentabilidad de los bancos de la UE aumentó a lo largo de 2021 y superaba los niveles previos a la pandemia al final del período considerado. Sin embargo, esta evolución reflejó principalmente un notable incremento de los ingresos por comisiones y, sobre todo, un descenso de las dotaciones por deterioro, tendencias que podrían no ser sostenibles. De cara al futuro, el impacto positivo de la subida de los tipos de interés sobre el margen de intereses de las entidades de crédito podría verse contrarrestado por un debilitamiento de la demanda de crédito y mayores dotaciones por deterioro en un contexto de desaceleración económica y de menor capacidad de los prestatarios para atender el pago de su deuda. Además, algunos retos estructurales importantes para el sistema bancario europeo (como las elevadas ratios de eficiencia, la sobrerbanización y el coste creciente de cerrar las considerables brechas de digitalización) continúan pesando sobre las expectativas de beneficios, lo que merma la capacidad de absorción de pérdidas.

**La calidad de los activos bancarios mejoró en 2021, y las entidades de crédito registraron ratios de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) más reducidas (gráfico 9a), pero persistieron algunos focos de vulnerabilidad**<sup>11</sup>. La ratio de NPL agregada cayó al 2 % en el cuarto trimestre de 2021, desde el 2,1 % del tercer trimestre de ese año y el 3 % del primer trimestre de 2020<sup>12</sup>. Los préstamos en vigilancia especial (clasificados como fase 2 —*stage 2*— con arreglo a la NIIF 9) representaron el 8,9 % del total de préstamos en el cuarto trimestre de 2021, frente al 8,7 % en el tercero (gráfico 9b). Los datos de AnaCredit también muestran el incremento del crédito reestructurado o refinanciado en relación con el crédito total durante 2021, lo que constituye otra señal incipiente de deterioro. Además, la calidad de los préstamos acogidos a medidas de apoyo continuó siendo motivo de preocupación<sup>13</sup>. La ratio de NPL de los préstamos cubiertos por programas de avales públicos en el contexto de la crisis del COVID-19 se elevó hasta el 3,1 % en el cuarto trimestre de 2021, desde el 2,4 % del tercero. Del mismo modo, la ratio de NPL de préstamos sujetos a moratorias vencidas aumentó hasta el 5,5 % en el cuarto trimestre (desde el 4,9 % del tercero). Además, los préstamos en vigilancia especial representaron alrededor del 22,5 % del total de préstamos con avales públicos relacionados con la pandemia en el cuarto trimestre, frente al 20,1 % en el tercero (y el 11,7 % en el cuarto trimestre de 2020) (gráfico 9c); los préstamos en vigilancia especial supusieron el 25 % del total de préstamos con moratorias vencidas en el cuarto trimestre, en comparación con el 24 % en el tercer trimestre. Sobre la base

<sup>11</sup> Las cifras se basan en los datos del Risk Dashboard de la EBA correspondientes al cuarto trimestre de 2021, a menos que se indique lo contrario. Este cuadro de indicadores de riesgo se basa en una muestra de indicadores de riesgo de 161 entidades de crédito europeas (número no consolidado de entidades, que incluye 30 filiales). Las autoridades competentes revisan cada año la muestra de entidades y la ajustan como corresponda, lo que puede dar lugar a rupturas en la serie temporal. En concreto, desde el primer trimestre de 2020 en adelante, los agregados de la UE ya no incluyen las cifras de bancos británicos, pero sí incorporan las de sus filiales en países de la UE.

<sup>12</sup> En 2021, las ratios de NPL se redujeron gracias a las importantes ventas de préstamos dudosos preexistentes por parte de entidades de crédito italianas y griegas.

<sup>13</sup> La proporción de préstamos con avales públicos (con respecto al total de la cartera de préstamos) a escala de la UE en el cuarto trimestre de 2021 era del 1,9 % (373 mm de euros), mientras que la proporción de préstamos sujetos a moratorias vencidas era del 3,6 % (704 mm de euros). El peso de los préstamos sujetos a moratorias en el conjunto de la UE en el cuarto trimestre de 2021 era del 0,06 % (12 mm de euros), frente a 50 mm de euros en el tercer trimestre de 2021, con una reducción del 95 % desde el primer trimestre de 2021. Dada la acusada disminución del importe total de préstamos sujetos a moratorias durante 2021, en esta muestra no se analizan las ratios de préstamos dudosos ni de préstamos en vigilancia especial.



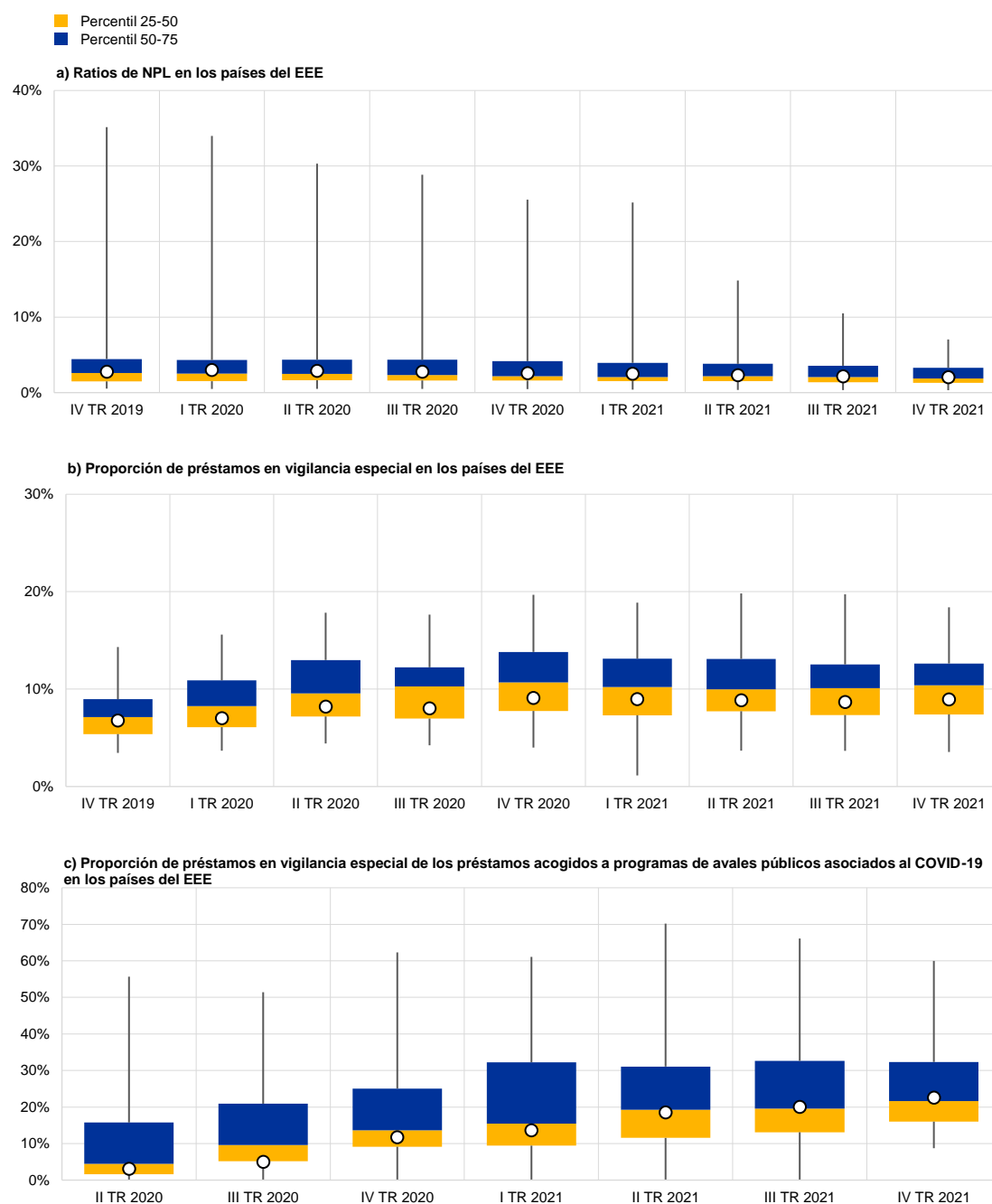
de los datos de AnaCredit, el importe de las provisiones para préstamos en vigilancia especial en relación con el total de préstamos no ha variado significativamente desde el final de 2019, pese al deterioro de la calidad crediticia subyacente durante la pandemia. Esto significa que podría haber déficits de provisiones específicos en algunos bancos y exposiciones a sectores fuertemente afectados por la pandemia, por lo que el riesgo de materialización de pérdidas continúa siendo elevado. En este contexto, resulta preocupante que en el informe sobre el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES) de 2021 se hallara evidencia de prácticas de riesgo de crédito insuficientemente sólidas en entidades de crédito «concretas». La puntuación global del PRES mejoró solo en el 4 % de las entidades significativas y empeoró en el 32 % de ellas.



Gráfico 9

### Ratios de NPL y préstamos en vigilancia especial en los países del EEE

(porcentajes)



Fuentes: Risk Dashboard de la EBA y cálculos de la JERS.

Nota: Las cajas ilustran la distribución de las ratios a nivel de país, mientras que las líneas verticales identifican los valores mínimos y máximos, y los puntos blancos muestran la media ponderada de la UE de las ratios a nivel de país.

**Al final del período analizado, el impacto de la guerra en Ucrania se consideraba una posible causa del nuevo deterioro de la calidad de los activos de las entidades de crédito, mientras algunos bancos todavía seguían afrontando problemas de calidad de los activos derivados de la pandemia.** Aunque solo un número limitado de grandes bancos tienen exposiciones a Rusia o Ucrania a través de filiales y otras entidades de su propiedad, varias entidades de crédito tienen



una exposición significativa a los sectores de combustibles y minerales, en los que la disminución de la actividad podría debilitar la calidad de los activos y conducir a un deterioro de la capacidad para atender el pago de la deuda. Con carácter más general, a fecha de marzo de 2022 se considera que la guerra podría frenar el crecimiento económico y empujar a la UE a un período de crecimiento menor de lo previsto. En este caso, el impacto en los balances bancarios sería mucho más acusado.

## Recuadro 2

### **Insolvencias empresariales y evolución de las medidas de apoyo fiscal**

**En respuesta a la pandemia de COVID-19, los Gobiernos del EEE pusieron en marcha programas de apoyo fiscal a gran escala, que incluían medidas de liquidez y de solvencia.**

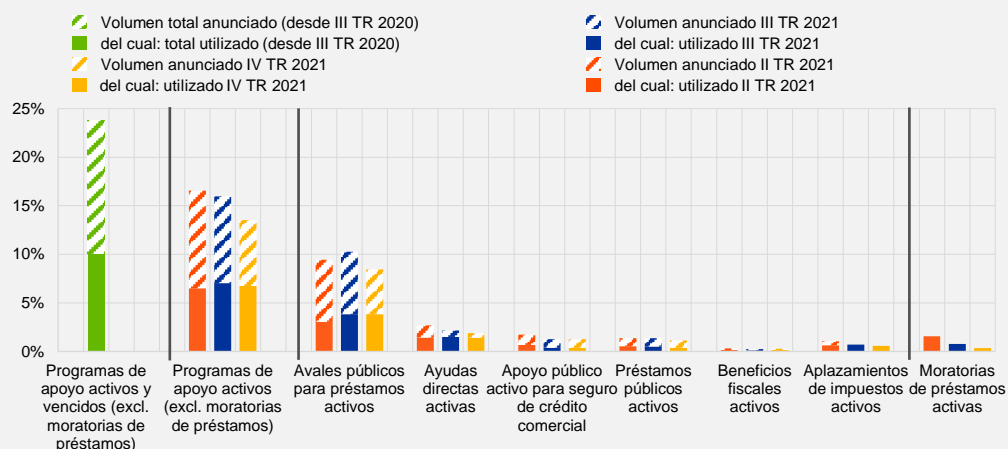
Este apoyo fiscal mitigó las pérdidas de actividad causadas por las medidas de contención del coronavirus y ayudó al sistema financiero a capear el período de elevada incertidumbre. A finales de 2021, el respaldo total puesto a disposición desde el comienzo de la pandemia (excluidas moratorias) era equivalente al 23,8 % del PIB de 2019 de los países representados en la JERS, mientras que el apoyo fiscal total utilizado desde el inicio de la pandemia ascendió al 10 % del PIB de esos países en dicho año (gráfico A). Sin embargo, el volumen de las medidas de apoyo disponibles (excluidas moratorias) disminuyó a lo largo de 2021 (hasta el 13,5 % del PIB de 2019 en el cuarto trimestre), mientras que las ayudas utilizadas se estabilizaron en alrededor del 6,7 % del PIB de 2019. La utilización de moratorias se redujo drásticamente a lo largo del año y se situó en el 0,3 % del PIB de 2019 en diciembre de 2021. La JERS publicó dos informes de evaluación de las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo frente al COVID-19 dirigidas a la proteger la economía real (en **febrero** y **septiembre de 2021**) y un **informe sobre la prevención y la gestión de numerosas insolvencias empresariales**. En este último informe se evaluaron los riesgos para la estabilidad económica y financiera que se derivarían de una avalancha de insolvencias y se examinaron las opciones para mitigar dichos riesgos.



## Gráfico A

### Visión general de las medidas fiscales: volumen anunciado e importe utilizado

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Datos recopilados por la JERS en cumplimiento con la Recomendación JERS/2020/8 y cálculos de la JERS.

Nota: La barra verde representa todo el apoyo puesto a disposición desde el tercer trimestre de 2020, incluidas las medidas vencidas.

**Si bien las medidas de liquidez representaron sistemáticamente una forma esencial de apoyo fiscal para las sociedades no financieras en el período analizado, en los dos últimos trimestres de 2021 se observó un moderado cambio de énfasis hacia las medidas de solvencia (principalmente ayudas directas).** En términos de importe total del apoyo fiscal (incluidas medidas tanto activas como vencidas), las medidas de liquidez fueron más importantes que las de solvencia: los avales y los préstamos públicos, los aplazamientos de impuestos y el apoyo al seguro de crédito representaron el 71,8 % de todas las medidas disponibles y el 63,7 % del importe total utilizado de las medidas en el cuarto trimestre de 2021. Los avales públicos continuaron siendo la medida individual más relevante (teniendo en cuenta los programas activos y vencidos). Las ayudas directas pasaron a ser la segunda medida más importante a lo largo de 2021, pero siguen representando un porcentaje considerablemente menor del apoyo total. En el cuarto trimestre de 2021, el importe total de las ayudas directas disponibles era equivalente al 3,7 % del PIB de 2019 de los países representados en la JERS, frente al 2,9 % en el cuarto trimestre de 2020. El importe total utilizado registró un aumento aún más acusado, y las ayudas directas utilizadas hasta el final del cuarto trimestre de 2021 —equivalentes al 2,5 % del PIB de 2019, frente al 1,6 % en el cuarto trimestre de 2020— reflejaron un incremento de la demanda de apoyo a la solvencia, ya que los efectos de la pandemia pesaban sobre el patrimonio de las empresas. En línea con esta evidencia, un estudio de los Estados miembros de la UE indica que las medidas de apoyo se modificaron durante 2021 para prestar más respaldo a la solvencia y dirigirlo de forma más adecuada a las empresas y sectores que necesitaban más ayuda.

**Aunque muchos países europeos se están preparando para retirar íntegramente las medidas fiscales relacionadas con el COVID-19 antes de mediados de 2022, su impacto económico perdurará más allá de esa fecha.** En el caso de los préstamos públicos, por ejemplo, los prestatarios se beneficiarán de estas medidas hasta el vencimiento de los préstamos correspondientes. En cuanto a los avales públicos, los datos del Risk Dashboard de la EBA correspondientes al cuarto trimestre de 2021 muestran que el vencimiento residual de estos avales es superior a dos años para el 80 % de los préstamos sujetos a programas de avales públicos en la zona del euro. Por lo que respecta a las moratorias, las fechas de finalización no significan

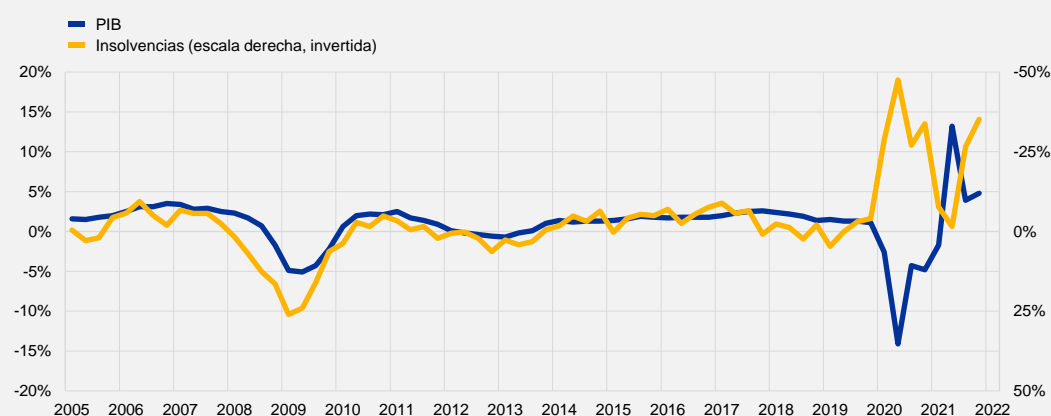


necesariamente que los prestatarios deban empezar a reembolsar inmediatamente el principal; en algunos programas, los préstamos pueden seguir estando cubiertos por moratorias individuales específicas. Además, las entidades de crédito y los prestatarios pueden renegociar las condiciones de los préstamos. Por tanto, los posibles «efectos rampa» dependen en gran medida de las políticas fiscales y los mecanismos institucionales específicos de cada país.

**La respuesta fiscal expansiva frente a la pandemia ha mitigado las pérdidas de actividad causadas por las medidas de contención del coronavirus, lo que ha ayudado a evitar insolvencias a gran escala y el cierre de empresas que, en otras circunstancias, serían viables.** Al comienzo de la pandemia se registró una notable caída de las declaraciones de concurso de acreedores en todos los sectores de la economía, debido a las medidas de apoyo público (en particular las moratorias y los avales públicos) y a la suspensión temporal de la obligación de solicitar dicha declaración, así como una menor actividad judicial durante los confinamientos (gráfico B). A pesar de los breves repuntes observados en el tercer trimestre de 2020 y en el primer trimestre de 2021, el número total de concursos de acreedores en la UE disminuyó a lo largo de 2021 y se situó un 21,96 % por debajo de su media de 2019 (el nivel previo a la pandemia) en el cuarto trimestre de 2021. A nivel sectorial, las declaraciones de concurso de acreedores se redujeron en 2021 en los servicios de hostelería y restauración, información y comunicaciones, servicios financieros y de seguros, y educación y sanidad.

Gráfico B  
Crecimiento del PIB e insolvencias

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Haver Analytics, Recomendación JERS/2020/8, Trading Economics y cálculos de la JERS.

Notas: Para la serie de insolvencias, la muestra de países representa el 71 % del PIB de los países representados en la JERS. Los datos sobre insolvencias proceden principalmente de Haver Analytics, pero los puntos de datos faltantes se han completado con datos de la Recomendación JERS/2020/8 y de Trading Economics.

## 1.6 Riesgos en los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales

**Si bien la recuperación económica en curso mitigó los riesgos inmediatos para los mercados de inmuebles residenciales durante el período analizado, continuaron aumentando los riesgos cíclicos y las vulnerabilidades a medio plazo.** Las sustanciales transferencias fiscales a los hogares durante la pandemia (por ejemplo, a través de los programas de mantenimiento del empleo) y los reducidos costes de la carga financiera contribuyeron a



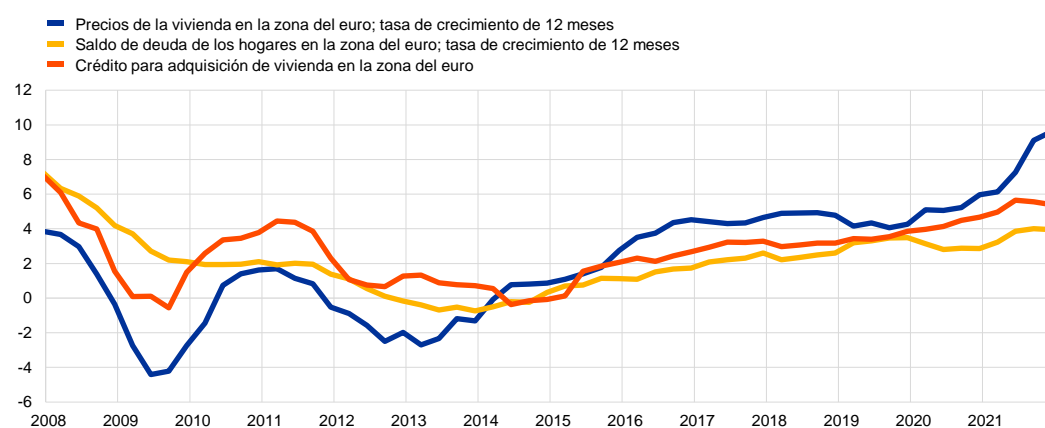


contener las vulnerabilidades a corto plazo en el sector inmobiliario residencial. Además, el entorno de bajos tipos de interés siguió impulsando el crédito hipotecario. Asimismo, la pandemia de COVID-19 y las modalidades de trabajo tras el final de los confinamientos estimularon la demanda de vivienda, dado el mayor uso del teletrabajo, y acentuaron el crecimiento de sus precios (gráfico 10). En muchos de los países que recibieron avisos o recomendaciones de la JERS en 2019 y 2021, el avance de los precios de los inmuebles residenciales fue especialmente intenso en el período analizado. El crecimiento vigoroso y continuado de los precios de la vivienda en muchos Estados miembros de la UE agravó la preocupación por una posible espiral entre los precios de la vivienda y el crédito hipotecario (los gráficos 11 y 12 presentan un conjunto de indicadores de sobrevaloración).

Gráfico 10

### Precios de la vivienda, saldo de deuda de los hogares y crecimiento del crédito

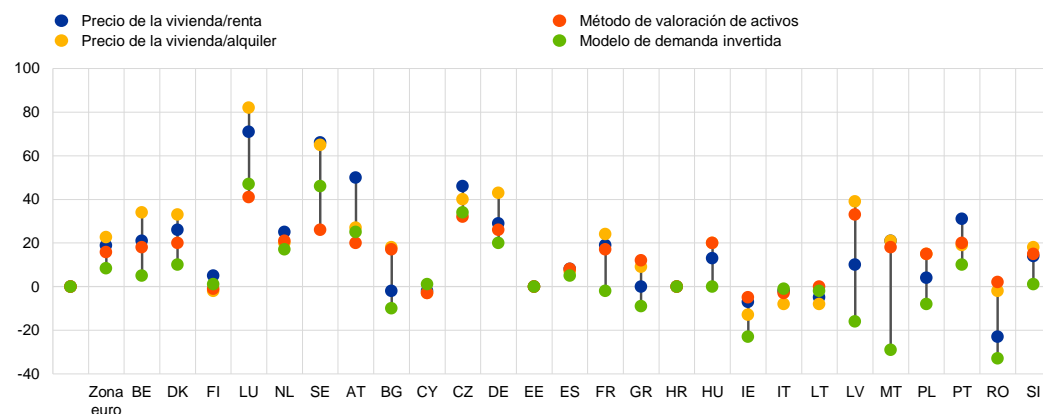
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Statistical Data Warehouse del BCE y cálculos de la JERS.

Gráfico 11

### Indicadores de sobrevaloración en el tercer trimestre de 2021



Fuentes: Cálculos del BCE y de la JERS.

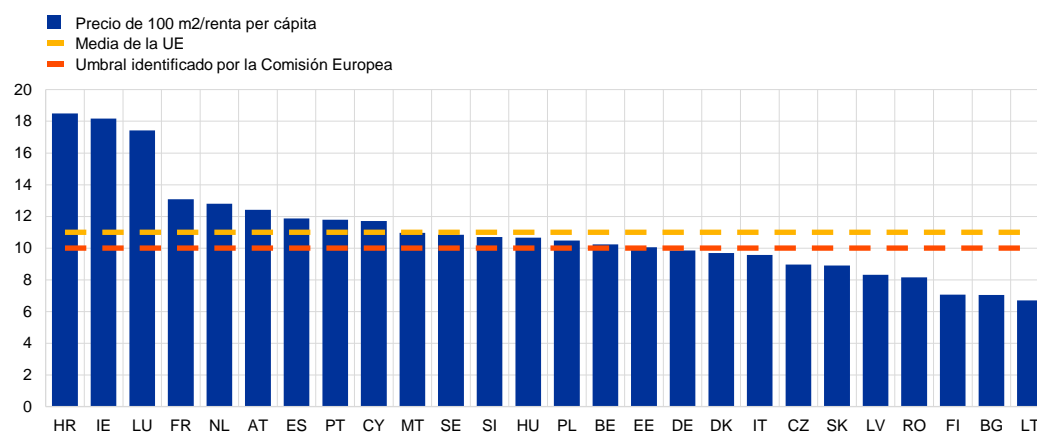
Notas: El indicador de «precio de la vivienda/renta» se calcula como la desviación de la ratio de precios de la vivienda nominales sobre la renta nominal disponible con respecto a su media desde enero de 1996; el indicador de «precio de la vivienda/alquiler» se calcula como la desviación de la ratio de precios de la vivienda nominales sobre los alquileres nominales con respecto a su media desde enero de 1996; el «método de valoración de activos» se calcula como el residuo de la ecuación del coste de la vivienda para el usuario, utilizando un modelo de espacio de estados (con filtro/suavizado de Kalman e



incorporando explícitamente las expectativas acerca de los precios de la vivienda); el «modelo de demanda invertida» se calcula como el residuo de una ecuación de demanda invertida estimada mediante técnicas bayesianas. Datos del segundo trimestre de 2021 en el caso de Dinamarca, Estonia, Irlanda, Croacia y Eslovenia, y del tercer trimestre de dicho año para el resto.

Gráfico 12

### Precio de 100 metros cuadrados en relación con la renta per cápita en 2021



Fuentes: Risk Dashboard de la EBA y cálculos de la JERS.

### El intenso crecimiento de los precios de la vivienda y del crédito hipotecario se vio acompañado de señales de deterioro de los criterios de aprobación de préstamos en varios países, como refleja la creciente proporción de préstamos con ratios LTV (principal del préstamo/valor de la garantía) y LTI (principal del préstamo/ingresos) elevadas<sup>14</sup>. El

crecimiento alto, y cada vez mayor, del endeudamiento de los hogares en muchos países, unido a las elevadas ratios de servicio de la deuda sobre ingresos, apunta a un riesgo creciente de tensiones en la capacidad para atender el pago de la deuda y aumenta el riesgo de correcciones de los precios en el futuro. Además, el alza de los tipos de interés de los préstamos agrava estas vulnerabilidades, quedando especialmente expuestos los hogares con hipotecas a tipo variable o con períodos de tipo fijo más cortos. En marzo de 2022, el 13,2 % de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda en la zona del euro se emitieron a tipo variable o tenían hasta un año de fijación del tipo inicial<sup>15</sup>. Un descenso significativo de los precios de la vivienda podría afectar gravemente al crecimiento económico a través de distintos canales, como: i) el impacto de la menor riqueza de los hogares sobre el consumo; ii) el aumento del riesgo de crédito de las entidades (que podría provocar una corrección de los precios de los activos financieros, también a través de los canales de confianza), y iii) una menor actividad en el sector de la construcción.

### Aunque marzo de 2022 es demasiado pronto para evaluar el impacto de la guerra en Ucrania sobre los mercados inmobiliarios residenciales, la JERS sigue opinando que la evolución de este sector dependería fundamentalmente de las perspectivas de crecimiento y de inflación.

En un escenario de impacto más moderado de la guerra sobre el crecimiento, los precios de la vivienda podrían continuar al alza, también como consecuencia de las compras de «activos seguros» y de la inversión en vivienda para protegerse frente a la inflación, lo que acentuaría los riesgos cíclicos y las vulnerabilidades en varios países. En cambio, en un escenario macroeconómico más adverso, caracterizado por perspectivas de crecimiento mucho más bajas de

<sup>14</sup> Véase «Financial Stability Review», BCE, noviembre de 2021.

<sup>15</sup> El porcentaje representa la media de la zona del euro ponderada por el saldo vivo nominal de los préstamos de los distintos países. Sin embargo, hay un elevado grado de heterogeneidad entre países.



lo esperado y tipos de interés hipotecarios ostensiblemente al alza, el consiguiente deterioro de la renta real de los hogares podría dar lugar a correcciones de los precios, posiblemente con implicaciones adversas para la estabilidad financiera.

**Cabe esperar que la recuperación económica después de la crisis del COVID-19 beneficie al sector inmobiliario comercial, pero los riesgos a medio plazo continúan siendo elevados, especialmente para los activos de baja calidad de los segmentos de locales comerciales y de oficinas.** El impacto de la crisis del COVID-19 sobre el sector inmobiliario comercial fue muy heterogéneo en el período analizado. Los precios y la actividad en los segmentos de locales comerciales y de oficinas se vieron afectados con especial intensidad. Si bien los precios de los activos industriales y residenciales cayeron en el primer trimestre de 2020, estos segmentos se recuperaron con rapidez posteriormente. A finales de marzo de 2022, los índices de sociedades de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés) relativos a oficinas y locales comerciales todavía estaban en torno al 60 % y al 85 %, respectivamente, de sus niveles previos a la pandemia (mientras que el índice REIT para el sector industrial se situaba un 60 % por encima de su nivel prepandemia)<sup>16</sup>. Además, el trabajo en remoto asociado a la pandemia y las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) relacionadas con los objetivos climáticos de la UE y el encarecimiento de la energía generaron un aumento de la demanda de edificios de alta calidad, lo que ejerció presión sobre los alquileres de edificios de menor calidad. Podría esperarse que estos factores lastren las perspectivas de los segmentos *subprime* del mercado de inmuebles comerciales a medio plazo. Con carácter más general, un nuevo descenso de los precios de los inmuebles comerciales, posiblemente agravado por el impacto de la guerra en Ucrania, podría afectar al sistema financiero a través del incremento del riesgo de crédito, la caída del valor de las garantías y las pérdidas en las tenencias directas de inmuebles comerciales. Estos riesgos serán especialmente pronunciados si la recuperación resulta ser más débil de lo esperado.

## 1.7 Sostenibilidad de la deuda soberana

**Al final del período analizado, el deterioro de las perspectivas macroeconómicas y el endurecimiento de las condiciones financieras pesaban en la evolución de la deuda soberana de la UE.** Es importante señalar que el aumento de los ratios de deuda pública en relación con el PIB hasta niveles históricamente altos ha reducido más la capacidad de resistencia frente a posibles perturbaciones adversas, incrementando los riesgos a medio y largo plazo para la sostenibilidad de la deuda en la mayoría de los países de la zona del euro en comparación con la evaluación previa a la pandemia. Las **proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE** de marzo de 2022 relativas al saldo presupuestario en 2024 implican revisiones a la baja con respecto a las proyecciones de diciembre de 2021, debido al deterioro de las perspectivas macroeconómicas, agravado por la guerra en Ucrania y las revisiones al alza de los pagos por intereses en porcentaje del PIB. Además, tras el acusado incremento que experimentó la deuda pública de la zona del euro en 2020, las proyecciones del BCE de marzo de 2022 prevén que esta variable descienda a alrededor del 89 % del PIB en 2024, un nivel que sigue siendo superior a los registrados antes de la pandemia. Por último, aunque la emisión conjunta de deuda en el marco del programa *Next Generation EU* (NGEU) tiene un efecto positivo en la confianza, el espacio fiscal y la recuperación, su carácter es temporal y tendrá que ser reembolsada.

<sup>16</sup> Otra fuente de preocupación se refiere a los desajustes de liquidez y al apalancamiento de los fondos de inversión inmobiliaria. Los desajustes de liquidez de los fondos surgen cuando los activos son menos líquidos que las participaciones en el fondo. Al cierre de 2020, los fondos con un desajuste en la estructura de vencimientos entre el activo y el pasivo representaban el 34 % del mercado. Al mismo tiempo, los colchones de liquidez cayeron a mínimos históricos en 2020, reduciendo así la capacidad de resistencia de los fondos ante reembolsos a gran escala.



**Varios factores repercuten en las finanzas públicas y el riesgo soberano.** Las finanzas públicas continúan sometidas al reto de afrontar gastos adicionales relacionados con la guerra en Ucrania (en particular, subvenciones y transferencias para amortiguar el impacto de la escalada de los precios de la energía, gasto relacionado con los refugiados y gasto en defensa —incluido el componente de ayudas directas a Ucrania—). Estos gastos están agravando las presiones sobre los presupuestos. Además, si el deterioro del crecimiento y la persistencia de precios elevados de la energía y las materias primas acentuaran de forma grave las vulnerabilidades en el sector de sociedades no financieras y los problemas de calidad de los activos bancarios, los pasivos contingentes explícitos e implícitos relacionados podrían dar lugar a la reaparición del nexo entre emisores soberanos, entidades de crédito y empresas. Asimismo, la reevaluación de los riesgos soberanos por parte de los mercados financieros podría generar un aumento más pronunciado de los diferenciales de tipos de interés en la UE y agravar el riesgo de fragmentación, sobre todo en los Estados miembros altamente endeudados. Un aspecto positivo es que muchos Estados miembros han aprovechado los bajos tipos de interés para ampliar el plazo medio de su deuda soberana, reforzando así su capacidad de resistencia frente a cambios bruscos en el sentimiento de los inversores. En conjunto, la evolución de la deuda pública depende del escenario y, muy especialmente, de la severidad y la duración del deterioro de las perspectivas de crecimiento y de la senda a medio plazo de los tipos de interés.



## 2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico

Durante el período analizado, la JERS emitió avisos y recomendaciones dirigidos a hacer frente a los riesgos de los mercados inmobiliarios residenciales, así como una recomendación para establecer un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos, y proporcionó asesoramiento a la Comisión Europea en el contexto de la revisión del marco macroprudencial para las entidades de crédito. También emitió recomendaciones, asesoramiento y cartas, con el fin de continuar fortaleciendo el marco regulatorio del sistema financiero en su conjunto, especialmente en lo referente a los fondos del mercado monetario y a la compensación centralizada. Asimismo, la JERS avanzó en los trabajos relativos a los riesgos financieros asociados al cambio climático, a los criptoactivos y a las finanzas descentralizadas (DeFi).

### 2.1 Iniciativas para afrontar la acumulación de vulnerabilidades

Se han emprendido varias iniciativas encaminadas a hacer frente a la acumulación de vulnerabilidades en relación con el sector inmobiliario residencial y el ciberriesgo.

#### 2.1.1 Sector inmobiliario residencial

**La JERS tiene el mandato de emitir avisos cuando se identifican riesgos sistémicos significativos, así como de formular recomendaciones cuando considera que es preciso adoptar medidas correctoras.** La JERS vigila y evalúa el cumplimiento de sus recomendaciones por medio de un mecanismo de «cumplir o explicar».

**El 11 de febrero de 2022, la JERS emitió cinco avisos y dos recomendaciones sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial, que habían sido aprobados por la Junta General en su reunión de diciembre de 2021.** Asimismo, publicó una evaluación del cumplimiento de las recomendaciones emitidas en 2019. Los avisos se dirigieron a los ministros competentes de cinco países con nuevas vulnerabilidades identificadas que no se habían abordado en la medida suficiente: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Hungría y Liechtenstein. Las recomendaciones se remitieron a los ministros competentes de dos países, Alemania y Austria (que ya habían recibido avisos de la JERS en 2019 y 2016, respectivamente), que no habían hecho frente suficientemente a las vulnerabilidades. Tras la emisión de dichas recomendaciones, las autoridades de estos dos países anunciaron nuevas medidas para abordar las vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial.

**La JERS presta especial atención a las vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial, habida cuenta de la importancia de este sector para la estabilidad financiera y macroeconómica.** Ya en 2016 y en 2019, la JERS realizó evaluaciones sistemáticas y prospectivas de esas vulnerabilidades en el Espacio Económico Europeo (EEE) y recientemente terminó otra evaluación de estas características, que sirvió de base para el último conjunto de avisos y recomendaciones dirigidos a países concretos.



**La evaluación abarcó a todos los Estados miembros de la UE, más Islandia, Liechtenstein y Noruega, y en ella se analizaron las principales tendencias de varios indicadores del sector inmobiliario, así como las medidas de política macroprudencial que los países han adoptado para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera detectados.** Este análisis puso de manifiesto que los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con el sector inmobiliario residencial habían seguido aumentando en varios países en el contexto de los riesgos macroeconómicos asociados a la pandemia de COVID-19 y al fuerte y continuo dinamismo de los mercados de la vivienda, del crédito hipotecario y del endeudamiento de los hogares.

**Las principales vulnerabilidades señaladas en la evaluación de la JERS eran a medio plazo y estaban relacionadas, en función del país, con: i) el rápido crecimiento de los precios de la vivienda y la posible sobrevaloración de los inmuebles residenciales, ii) el nivel y la dinámica del endeudamiento de los hogares, iii) el incremento de los préstamos para vivienda o iv) señales de relajación de los criterios de concesión de préstamos.** Más allá de consideraciones de política macroprudencial, la evaluación mostró que, en varios países, algunas vulnerabilidades subyacentes se podrían mitigar de manera más eficiente mediante una revisión de las políticas fiscales y de vivienda. En vista de la incertidumbre económica imperante durante la pandemia, en la evaluación se subrayó la necesidad de valorar detenidamente cualquier medida para cerciorarse de que contribuye a mitigar las vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial, evitando, al mismo tiempo, efectos procíclicos sobre el comportamiento general de la economía real y del sistema financiero.

**Se habían seguido observando vulnerabilidades significativas en los sectores inmobiliarios residenciales de los países que habían recibido recomendaciones de la JERS en 2019.** En Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia habían persistido las vulnerabilidades pese a las medidas adoptadas recientemente para abordarlas. En la mayoría de los casos, los precios de los inmuebles residenciales habían seguido aumentando sin cesar (o incluso se habían acelerado), por lo que la sobrevaloración de los precios de la vivienda se había mantenido sin variación o se había incrementado aún más. El endeudamiento de los hogares también había permanecido en niveles elevados o había continuado aumentando en varios países, en parte como consecuencia del fuerte crecimiento del crédito hipotecario. En la mayor parte de los casos, los criterios de concesión de los nuevos préstamos hipotecarios no habían mejorado de manera significativa o habían mostrado señales de deterioro.

**En cuanto al resto de los países del EEE, o bien la JERS no identificó ninguna acumulación de vulnerabilidades importantes en el sector inmobiliario residencial, o bien sí se detectaron, pero se consideró que la orientación actual de la política era suficiente para afrontarlas.** Todos los detalles de esa evaluación pueden consultarse en el correspondiente informe (titulado «**Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries**»), publicado el 11 de febrero de 2022 junto con los avisos y las recomendaciones. La evaluación de las vulnerabilidades se basa en los datos disponibles y abarca hasta mediados de noviembre de 2021.

**La JERS también publicó un informe de cumplimiento relativo a los países a los que había formulado recomendaciones en 2019 en relación con las vulnerabilidades a medio plazo de sus sectores inmobiliarios residenciales, en el que analizó las respuestas de Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia.** Las recomendaciones emitidas por la JERS en 2019 debían cumplirse en un plazo concreto (entre 2020 y 2022). Se concluyó que uno de los países destinatarios (Luxemburgo) cumplía íntegramente la recomendación recibida, tres países (Bélgica, Dinamarca y Suecia) la cumplían en su mayor parte, y otros dos (Finlandia y Países Bajos) la cumplían de manera parcial.



## 2.1.2 Ciberriesgo

**La JERS identificó el ciberriesgo como una fuente de riesgo sistémico para el sistema financiero que podría tener graves consecuencias negativas para la economía real.** El sector financiero necesita tener sistemas robustos de tecnologías de la información y las comunicaciones, y depende en gran medida de la confidencialidad, la integridad y la disponibilidad de los datos y sistemas que utiliza. Los ciberincidentes graves pueden menoscabar la disponibilidad de funciones económicas esenciales, corromper la información y destruir la confianza en el sistema financiero y, por tanto, pueden plantear un riesgo sistémico. En el peor de los casos, un ciberincidente podría afectar a los sistemas operativos del sector financiero y dificultar la realización de funciones económicas críticas, lo que provocaría un contagio financiero o erosionaría la confianza en el sistema financiero. Si este último no es capaz de absorber estas perturbaciones, probablemente estaría en peligro la estabilidad financiera.

**La JERS determinó que era necesario que las autoridades respondieran rápidamente a los ciberincidentes para mitigar cualquier efecto negativo sobre la estabilidad financiera.** Una coordinación y comunicación efectivas pueden contribuir a dar una respuesta eficaz a un ciberincidente que podría llegar a convertirse en sistémico. También pueden ayudar a mantener la confianza en el sistema financiero y a limitar los efectos de contagio a otras entidades financieras, impidiendo así que el incidente se convierta en sistémico. Sin embargo, la comunicación y la coordinación entre autoridades (financieras) en el caso de una ciber crisis sistémica pueden resultar complejas. La perturbación subyacente que afecta al sistema financiero tiene un origen distinto que las crisis financieras y de liquidez tradicionales. La respuesta de las autoridades financieras precisa de redes de coordinación nuevas con otras autoridades (por ejemplo, las fuerzas de seguridad y las autoridades en materia de seguridad cibernética) con las que las autoridades financieras normalmente no interactúan.

**En diciembre de 2021, la Junta General de la JERS adoptó una recomendación para establecer un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos (EU-SCICF).** En esta recomendación se reiteró que la velocidad y la propagación de los ciberincidentes hace necesario que las autoridades financieras estén bien preparadas y coordinadas para responder de forma eficaz a ciberincidentes graves. El objetivo del marco EU-SCICF propuesto sería reforzar esta coordinación entre las propias autoridades financieras de la UE y de estas con otras autoridades de la Unión y otros actores esenciales en el ámbito internacional. Este marco aborda los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los ciberincidentes sistémicos, por lo que complementa a los marcos existentes en la UE para dar respuesta a los ciberincidentes.

**En enero de 2022, la JERS publicó también un informe titulado «Mitigating systemic cyber risk», en el que explicó cómo el marco EU-SCICF facilitaría una respuesta eficaz a un ciberincidente grave.** En dicho informe se evaluó la capacidad del actual marco macroprudencial para hacer frente a los riesgos y vulnerabilidades originados por el ciberriesgo sistémico. La JERS llegó a la conclusión de que los mandatos y las herramientas macroprudenciales de las autoridades financieras han de ampliarse para incluir en ellos la ciberresiliencia.

**La JERS propuso una nueva estrategia macroprudencial que debería contribuir a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los ciberincidentes.** Es necesario aplicar un marco analítico y de seguimiento para el ciberriesgo sistémico con el fin de ayudar a diseñar y calibrar este nuevo conjunto de herramientas de ciberresiliencia. Por ejemplo, la ciberresiliencia del sistema financiero podría ponerse a prueba de una manera no técnica por medio del análisis de escenarios, que podría mostrar cómo planificarían las entidades sistémicas del sistema financiero la respuesta a un escenario de ciberincidente grave pero verosímil, así como la recuperación tras



ese incidente. Para extraer conclusiones de estas pruebas sobre la estabilidad financiera, las autoridades macroprudenciales tendrían que decidir qué constituye un nivel aceptable de disrupción en los sistemas operativos que dan soporte a funciones económicas críticas. También es importante mejorar la comprensión de las autoridades sobre las vulnerabilidades relacionadas con los ciberriesgos sistémicos y los canales de contagio en el sistema financiero. Para ello, deberían identificarse participantes de importancia sistémica a nivel financiero y operativo, incluidos proveedores externos.

### Recuadro 3

#### **Líneas de trabajo de la JERS en respuesta a la guerra en Ucrania**

**Tras la invasión rusa de Ucrania, el Comité Director y la Junta General de la JERS están haciendo un seguimiento de todos los desarrollos que podrían tener implicaciones para la estabilidad financiera.** La JERS se está centrando en dos aspectos en particular: i) el seguimiento de las implicaciones de los ciberincidentes comunicados y ii) el seguimiento de la evolución de los mercados de derivados.

**Los países miembros de la JERS se enfrentan actualmente a un riesgo elevado de ciberataques.** Hasta ahora, era más probable que los ciberataques sofisticados fuesen dirigidos al sector no financiero, pero existe el riesgo de contagio de los sistemas operativos afectados al sector financiero. La JERS está realizando un estrecho seguimiento del panorama de ciberamenazas basándose en información cuantitativa y cualitativa, incluidos datos facilitados por la Supervisión Bancaria del BCE sobre ciberincidentes ocurridos en entidades de crédito significativas. Asimismo, la JERS y sus instituciones miembros están intercambiando opiniones e información sobre ciberincidentes que podrían tener implicaciones para la estabilidad financiera en Europa. Estas actuaciones son acordes con la recomendación que la JERS dirigió a las AES sobre el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos.

**La elevada volatilidad y las subidas de los precios en los mercados de materias primas y de la energía han dado lugar a ajustes significativos de los márgenes de garantía de los derivados compensados, que podrían derivar en la materialización de riesgos de liquidez.** La JERS vigila de cerca la evolución diariamente utilizando datos comunicados con arreglo al Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés) y comparte la información relevante con sus instituciones miembros. La JERS señala que el acceso a datos granulares de calidad es de vital importancia para hacer un seguimiento de la evolución e identificar posibles riesgos y efectos de contagio.

**La JERS considera que la calidad de los datos comunicados sigue siendo insatisfactoria.** Las entidades declarantes y los registros de operaciones han de lograr avances sustanciales en este ámbito. La calidad de los datos es un bien común, que redundará en beneficio de la estabilidad financiera (y, por tanto, también de las entidades declarantes).

## 2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades de crédito

Las actividades de la JERS en este ámbito incluyen una respuesta completa a una solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea, en la que la JERS propuso un marco macroprudencial más prospectivo, flexible y holístico para la próxima década. La JERS planteó un nuevo marco





conceptual para comparar los riesgos sistémicos con las medidas adoptadas para abordarlos, así como un análisis exhaustivo sobre la usabilidad de los colchones de capital de las entidades de crédito.

## 2.2.1 Respuesta de la JERS a la solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea sobre la revisión del marco macroprudencial de la UE para las entidades de crédito en 2022

**En marzo de 2022, la JERS emitió una respuesta a la solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea sobre la revisión del marco macroprudencial de la UE para las entidades de crédito en 2022 y publicó una nota conceptual con propuestas para adecuar el marco de cara a la próxima década.** En general, la JERS considera que la política macroprudencial para el sector bancario debería: i) ser prospectiva y promover la capacidad de resistencia antes de que se materialicen los riesgos sistémicos, ii) ser flexible para poder dar respuesta a los cambios estructurales del sistema financiero, así como a los ciberriesgos y los riesgos relacionados con el cambio climático y iii) formar parte de un marco holístico, fomentando un enfoque coherente de la regulación para todas las actividades del sistema financiero y facilitando la cooperación entre las autoridades a todos los niveles.

**La experiencia adquirida con la ejecución de las disposiciones macroprudenciales en los diez últimos años pone de relieve la necesidad de utilizar los instrumentos macroprudenciales de forma más coherente, prospectiva, proactiva y anticíclica.** Un objetivo primordial de la transformación del marco macroprudencial propuesta es reducir la complejidad de las disposiciones legales, tanto desde un punto de vista conceptual como procedimental, lo que facilitaría la utilización de los instrumentos pertinentes por las autoridades sin debilitar las actuales salvaguardias para proteger el mercado único. De cara a la próxima década, las prioridades en lo relativo al conjunto de herramientas macroprudenciales para el sector bancario son las siguientes: i) velar por que las entidades de crédito se financien con capital suficiente para hacer frente a los riesgos cíclicos y estructurales; ii) mejorar la usabilidad y la utilización de los colchones de capital; iii) subsanar las deficiencias del conjunto de herramientas macroprudenciales, especialmente mediante la inclusión de medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios, y iv) garantizar un uso coherente de los instrumentos en toda la UE.

**Aumentar el espacio para la política macroprudencial mediante colchones de capital liberables de mayor tamaño constituidos de una forma más proactiva mejoraría la capacidad de resistencia de las entidades de crédito, así como la usabilidad de los colchones.** Se podría obtener más capital liberable acumulando el colchón de capital anticíclico (CCA) de manera más prospectiva y en una fase más temprana. Esta medida podría combinarse con la utilización de un porcentaje neutral positivo, es decir, un nivel positivo fijado para una coyuntura normal sin riesgos cíclicos elevados. En cambio, al colchón contra riesgos sistémicos (CRS) se le podría aplicar un porcentaje neutral positivo para incrementar la capacidad de absorción de pérdidas en caso de perturbaciones inesperadas (como, por ejemplo, «cisnes negros»). Los porcentajes neutrales positivos tanto para el CCA como para el CRS podrían aplicarse haciendo uso de la discrecionalidad guiada de los países miembros.

**En la nota conceptual se analizan otras opciones para mejorar la usabilidad de los colchones.** El análisis de la JERS ha puesto de manifiesto que algunas entidades de crédito —especialmente las de importancia sistémica— no pueden utilizar plenamente sus colchones de capital debido al solapamiento de los requerimientos de capital (véase la sección 2.2.2 sobre



solapamientos de colchones). Esto ocurre cuando el uso de los colchones daría lugar a un incumplimiento del requerimiento mínimo de la ratio de apalancamiento o del requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL, por sus siglas en inglés). La nota conceptual analiza las ventajas y los inconvenientes de ampliar el colchón de la ratio de apalancamiento, así como de varios instrumentos de mitigación posibles.

**Las ponderaciones de riesgo son cruciales para determinar la cantidad de capital que las entidades de crédito deben mantener para reforzar la capacidad de resistencia frente a distintas fuentes de riesgo.** Por lo tanto, las autoridades macroprudenciales podrían tener que ajustarlas si su nivel no es acorde con los riesgos sistémicos derivados de esas exposiciones. En lo que respecta a las ponderaciones de riesgo para inmuebles residenciales y comerciales, sería conveniente establecer un único artículo macroprudencial armonizado que sustituya a las disposiciones específicas de los artículos 124, 164 y 458 del Reglamento de Requerimientos de Capital (RRC). Este nuevo artículo debería basarse en el principio de la discrecionalidad guiada, con el fin de lograr el equilibrio adecuado entre aplicación coherente y flexibilidad. La experiencia adquirida con la aplicación del artículo 458 del RRC apunta a que sería posible realizar algunas simplificaciones, manteniendo al mismo tiempo la condición de instrumento de último recurso de la disposición.

**El marco jurídico de la UE debería enriquecerse con la inclusión de medidas específicas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios para los préstamos para vivienda.** De esta forma se garantizaría que todos los países tuvieran a su disposición un conjunto básico de instrumentos para mitigar de manera eficaz los riesgos relacionados con los mercados inmobiliarios residenciales a escala tanto nacional como de la UE. Es importante que dichas medidas no se incluyan en la legislación de la UE por medio de definiciones plenamente armonizadas, sino concediendo flexibilidad suficiente para dar cabida a las particularidades nacionales. Del mismo modo, las decisiones sobre la activación, la calibración y la liberación de las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios se dejarían en manos de las autoridades nacionales. Por consiguiente, el marco jurídico de la UE debería establecer solo un nivel de armonización mínimo, en consonancia con los principios de subsidiariedad y proporcionalidad. Asimismo, la Comisión debería decidir qué salvaguardias son necesarias para asegurar que las nuevas facultades macroprudenciales se utilicen exclusivamente a nivel nacional. No obstante, este conjunto mínimo de medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios debería estar sujeto a estándares comunes de gobernanza con el fin de reducir el riesgo de sesgo de inacción. La armonización mínima de estas medidas a escala de la UE se traduciría en una mayor alineación de los sistemas jurídicos nacionales, reduciría la complejidad que se deriva actualmente de la multitud de marcos jurídicos nacionales diferentes que regulan las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios y facilitaría la culminación del mercado único. También facilitaría la reciprocidad de tales medidas, contribuyendo así a mitigar el riesgo sistémico en la UE.

**Abordar la cuestión de las nuevas herramientas macroprudenciales desde un punto de vista de las actividades, que complemente la perspectiva basada en las entidades, podría contribuir a mejorar la capacidad de resistencia del conjunto del sistema.** Una regulación coherente (que aplique obligaciones similares a todas las entidades que lleven a cabo el mismo tipo de actividad financiera, teniendo en cuenta sus perfiles de riesgo específicos) debería ayudar a evitar el arbitraje regulatorio y la transferencia del riesgo a otras partes del sistema (como las empresas *fintech* y *big tech*, que parecen estar menos reguladas que las entidades de crédito a pesar de que realizan, cada vez más, actividades parecidas). Por consiguiente, los instrumentos específicos para cada entidad podrían complementarse con instrumentos basados en la actividad.



Por ejemplo, las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios podrían, en principio, cubrir todos los tipos de préstamos, independientemente del tipo de entidad que los conceda. La JERS también abordó la cuestión de estas medidas en su **respuesta** a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de la Directiva sobre créditos hipotecarios.

**Las autoridades macroprudenciales y supervisoras han de poder vigilar, evitar y abordar con eficacia los riesgos sistémicos de liquidez.** Dado que los fondos de inversión, los fondos del mercado monetario y otras entidades financieras representan una destacada fuente de financiación mayorista para el sector bancario, es importante hacer un seguimiento de los flujos de liquidez a nivel del sistema financiero de la UE en su conjunto, así como garantizar la coherencia del análisis de los riesgos de liquidez en todo el sistema.

**La capacidad de los ciberincidentes para crear disfunciones en la operatividad del sistema financiero añade una nueva dimensión a la política macroprudencial.** Con el fin de afrontar el riesgo de que los ciberincidentes tengan consecuencias financieras, además de operativas, o incluso afecten a la confianza en la capacidad del sistema financiero para prestar servicios económicos críticos, el mandato macroprudencial ha de ampliarse para abarcar la ciberresiliencia. Habría que introducir requisitos de ciberresiliencia adicionales para las entidades de importancia sistémica. Para garantizar la proporcionalidad, las entidades más pequeñas y de menor capacidad podrían centrarse en reforzar la ciberhigiene. Asimismo, el mandato macroprudencial debe incluir a los terceros que presten servicios de tecnologías de la información y las comunicaciones, como ya se prevé para la vigilancia microprudencial en el Reglamento sobre la resiliencia operativa digital (DORA).

**Existe un amplio consenso sobre la naturaleza sistémica de los riesgos financieros relacionados con el clima, y se están desarrollando numerosas iniciativas para vigilar y cuantificar mejor su impacto en el sistema financiero.** La UE debería reflexionar sobre la forma en que la política macroprudencial podría contribuir a incrementar la capacidad de resistencia de las entidades de crédito frente a los riesgos financieros relacionados con el clima —tanto físicos como de transición—. La JERS, en colaboración con el BCE, está evaluando la posibilidad de utilizar instrumentos de política macroprudencial para afrontar los riesgos sistémicos relacionados con el cambio climático en el sistema financiero. Los resultados preliminares indican que, posiblemente con algunas modificaciones, los colchones contra riesgos sistémicos y los límites a las grandes exposiciones podrían ser útiles para abordar aspectos sistémicos del riesgo climático. A medida que haya más análisis disponibles sobre riesgos climáticos, podría ser necesario realizar ajustes adicionales en el conjunto de herramientas macroprudenciales o incorporar otras nuevas con el fin de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera.

**La formulación de políticas para el sector bancario y el sector financiero en su conjunto se beneficiaría de una coordinación aún más estrecha y de la simplificación de los procedimientos.** El sesgo de inacción de la política macroprudencial podría reducirse en mayor medida mediante una asignación de responsabilidades más definida, una mayor transparencia, una comunicación mejor y unas narrativas más claras, así como mediante instrumentos más flexibles y procedimientos de aplicación y reciprocidad más sencillos. Además, las metodologías comunes (incluidas taxonomías para la identificación de riesgos y orientación para las calibraciones en forma de mínimos y valores de referencia) pueden contribuir notablemente a evitar posibles sesgos de inacción y, por tanto, merecen ser evaluadas y desarrolladas en mayor profundidad. Esto debería fomentar también un uso más coherente de los instrumentos en toda la UE. Asimismo, es clave garantizar la cooperación, la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades micro- y macroprudenciales, las autoridades de resolución y los bancos centrales.



## Recuadro 4

### Evaluación de la orientación macroprudencial

**En diciembre de 2021, la JERS publicó dos informes sobre la evaluación de la orientación de la política macroprudencial.** La orientación macroprudencial es un marco conceptual para comparar los riesgos sistémicos con las medidas de política empleadas para abordarlos. El objetivo de este ejercicio es determinar si la orientación de la política macroprudencial de un país dado es neutral, laxa o restrictiva.

**Evaluar la orientación macroprudencial puede ayudar a las autoridades a decidir cómo abordar los riesgos sistémicos.** El objetivo primordial de la política macroprudencial es contribuir a la estabilidad financiera fortaleciendo la capacidad de resistencia del sistema financiero en su conjunto y frenando la acumulación de riesgos sistémicos. Para lograr este objetivo, la JERS, al igual que otras autoridades macroprudenciales, necesita formarse una opinión acerca de la orientación de la política macroprudencial sobre la que basar sus alertas de riesgos y recomendaciones. Los dos informes publicados en diciembre de 2021 documentaron los avances realizados por la JERS en esta área, si bien será necesario seguir trabajando para perfeccionar los métodos y enfoques propuestos.

**En el informe del Comité Científico Consultivo (CCC) se explica que, conceptualmente, para orientar la política macroprudencial es preciso disponer de un marco que incluya objetivos, instrumentos y mecanismos de transmisión.** El informe aplica algunas de las enseñanzas extraídas del marco de política monetaria a la política macroprudencial para complementar enfoques de tipo narrativo. En el informe se analiza un marco en el que el objetivo último de la política macroprudencial es minimizar la frecuencia y la severidad de las pérdidas económicas derivadas de tensiones financieras graves y en el que se integra el concepto de crecimiento en riesgo (*growth at risk*).

**En el informe del Comité Técnico Consultivo (CTC) se aplican datos por países a un marco de orientación macroprudencial.** Se examinan tres enfoques complementarios para evaluar, debatir y comunicar la orientación macroprudencial:

1. Un enfoque de crecimiento en riesgo, en el que un modelo realiza previsiones sobre la distribución del crecimiento económico futuro. La métrica de la orientación obtenida cuantifica los efectos futuros de las vulnerabilidades y condiciones actuales del sistema financiero centrándose en los riesgos en la parte inferior de la distribución del crecimiento.
2. Un enfoque semiestructural, en el que se utiliza un modelo que establece una vinculación entre el coste de los colchones de capital utilizados para absorber pérdidas en el sector bancario y los riesgos a la baja para el PIB real.
3. Un enfoque basado en indicadores para un análisis por sectores, que se centra en indicadores que miden el riesgo, la capacidad de resiliencia y las políticas macroprudenciales adoptadas para abordar el riesgo en un sector, por ejemplo, el inmobiliario.

**En adelante, la JERS utilizará estos enfoques para su evaluación de riesgos y trabajará para seguir mejorando el marco.** A más largo plazo, las evaluaciones de la orientación macroprudencial también contribuirán a la comunicación de las decisiones de política macroprudencial y a mejorar la rendición de cuentas. El marco de la orientación macroprudencial facilita estos aspectos cuando el vínculo entre los riesgos y las políticas es más claro.



## 2.2.2 Solapamiento de colchones

**En diciembre de 2021, la JERS publicó un informe sobre la usabilidad de los colchones de capital de las entidades de crédito.** Los colchones de capital macroprudenciales se introdujeron en respuesta a la crisis financiera mundial con el fin de aumentar la capacidad de resistencia de los sistemas bancarios ante riesgos sistémicos. A diferencia de los requerimientos regulatorios mínimos, las entidades de crédito deberían poder utilizar estos colchones cuando necesiten absorber pérdidas en épocas de tensión, y luego restituirlos. Por lo tanto, estos colchones deberían amortiguar las perturbaciones y mejorar la capacidad de absorción de pérdidas de las entidades. Los colchones complementan a los requerimientos mínimos de capital y constituyen instrumentos fundamentales de política macroprudencial.

**Sin embargo, los colchones no pueden utilizarse plenamente si su uso implicara el incumplimiento de requerimientos mínimos paralelos.** El requerimiento de la ratio de apalancamiento y el requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL) se aplican en paralelo a los colchones, que forman parte del marco de capital ponderado por riesgo. Mientras que recurrir a los colchones da lugar a restricciones a la distribución de beneficios, las consecuencias de incumplir los requerimientos mínimos son más graves, ya que pueden llevar al cierre de la entidad.

**En el informe se concluyó que las entidades de crédito no siempre pueden utilizar sus colchones de capital ponderado por riesgo para absorber pérdidas sin incumplir requerimientos mínimos paralelos.** Los posibles impedimentos al uso de los colchones de capital varían entre países y entidades, dependiendo de la ponderación media del riesgo, la estructura del balance y los requerimientos regulatorios.

**Para que el marco macroprudencial sea eficaz, es importante que los colchones sean utilizables.** Esto es especialmente cierto en situaciones en las que una autoridad macroprudencial libera un colchón. Las entidades que usan colchones liberados no están sujetas al tipo de restricciones a la distribución que les serían de aplicación si incumplieran los requerimientos de colchones. El CCA está diseñado para ser liberado en una crisis. Sin embargo, la liberación de este colchón resulta ineficaz si el capital liberado está inmovilizado simultáneamente por un requerimiento mínimo paralelo.

**En el informe se ofrece una descripción neutral de distintas políticas que podrían mejorar la usabilidad de los colchones si las autoridades decidieran que es necesario reducir los solapamientos.** Haciendo honor al mandato analítico del grupo de trabajo, en el informe se presentan varias opciones para informar a los responsables de la toma de decisiones, sin entrar en valoraciones políticas de los beneficios, las deficiencias y la viabilidad de cada una de ellas. Mientras que las autoridades podrían implementar algunas de estas opciones dentro del marco jurídico vigente, otras requerirían modificaciones legislativas.

### Recuadro 5 Digitalización y el futuro de la banca

**En enero de 2022, el Comité Científico Consultivo (CCC) publicó un informe sobre la digitalización y el futuro de la banca.** La creciente digitalización de las economías avanzadas está afectando a la forma en la que las entidades de crédito producen y prestan servicios financieros a sus clientes y está atrayendo a nuevos agentes *fintech* y *big tech* al sistema financiero.



**La oleada de digitalización más reciente se ha visto impulsada por los avances en las tecnologías de la información y las telecomunicaciones.** Las tres mayores innovaciones recientes que afectan al núcleo del modelo de negocio tradicional de las entidades de crédito son: i) las tecnologías de registros distribuidos (DLT, por sus siglas en inglés), ii) la inteligencia artificial (IA), incluidos el aprendizaje automático (*machine learning*) y la tecnología de *big data*, y iii) la tecnología de *smartphone* (teléfono inteligente), internet e interfaces de programación de aplicaciones (API, por sus siglas en inglés), incluido también el auge de la computación en la nube. La digitalización puede significar que los clientes bancarios tengan mejores experiencias, dado que los servicios financieros podrían estar más adaptados a sus necesidades o podría aumentar la oferta de productos disponibles<sup>17</sup>. Por otro lado, las nuevas tecnologías podrían atraer también a nuevos agentes al mercado de servicios financieros<sup>18</sup>. Como consecuencia, los bancos tradicionales pueden enfrentarse a la amenaza competitiva procedente de los bancos digitales, las empresas *fintech* y las *big tech* en los distintos servicios financieros que prestan. Si bien los bancos tradicionales no suelen considerar a las empresas *fintech* una amenaza importante para su posición en el mercado, podrían verse muy afectados por las *big tech* que prestan servicios financieros, especialmente si lo hacen a través de sus propias filiales en lugar de en cooperación con los bancos ya establecidos.

**Todos los nuevos proveedores con modelos de intermediación similar a la bancaria estarán expuestos a los conocidos riesgos financieros asociados a la actividad de los bancos (riesgo de liquidez, riesgo de crédito, riesgo de mercado, etc.), y los riesgos no financieros podrían aumentar.** Aunque la mayor competencia podría reforzar la estabilidad a largo plazo, la concentración (particularmente en el caso de las *big tech*) podría llevar a que más entidades se consideren «demasiado grandes para caer», y los bancos tradicionales podrían acabar asumiendo mayores riesgos para competir con los nuevos proveedores. La cooperación entre las *big tech* y los bancos ya establecidos podría alargar las cadenas de intermediación, llevándolas hacia el modelo de originar y distribuir, y generando inquietud sobre los incentivos y la distribución del riesgo. Además de los riesgos financieros, la digitalización también conlleva riesgos no financieros significativos, que suelen estar implícitamente incluidos en los riesgos operacionales. Estos riesgos se derivan de varios factores: una mayor concentración en la prestación de servicios básicos, como la computación en la nube; un uso más amplio de la IA en finanzas; unos servicios excesivamente automatizados u orientados a las tecnologías de la información, que pueden ser más propensos a ciberataques; la dependencia de tecnología punta que podría quedar obsoleta de repente, y una falsa sensación de seguridad como resultado de basarse en exceso en la información obtenida mediante IA.

**En el informe del CCC se describen tres escenarios que pueden ayudar a superar la incertidumbre que existe con respecto a la interacción futura entre los bancos tradicionales y las empresas *fintech* y *big tech*.** En el primer escenario, los bancos ya establecidos mantienen su papel central en el ámbito de la creación de dinero y la intermediación financiera, mientras que las *fintech* siguen centrándose en nichos de mercado específicos y las *big tech* ofrecen servicios de pago, pero no tienen acceso a los sistemas de compensación y pago de los bancos centrales. El segundo escenario prevé una retracción de los bancos tradicionales, mientras que las *big tech* ofrecen servicios financieros a través de filiales reguladas y capturan el mercado de préstamo de datos cuantitativos de operaciones. Como resultado, el sistema bancario tradicional se contrae y se produce un cambio estructural en el sistema financiero. En el tercer escenario, la emisión de monedas digitales de banco central de carácter minorista conforme a determinadas configuraciones hipotéticas se traduce en una transformación muy significativa de la estructura del

<sup>17</sup> Los productos digitalizados también podrían ser proporcionados a los clientes con mayor eficiencia o rapidez.

<sup>18</sup> Véase también [Comunicación de la Comisión Europea sobre una Estrategia de Finanzas Digitales para la UE](#).



sistema financiero: los bancos tradicionales se enfrentan a costes de financiación más elevados y a una base de financiación más volátil, y los bancos centrales desempeñan un papel cada vez mayor en la intermediación financiera. En este escenario, el sistema bancario tradicional ya no tiene la función de ser un referente estable<sup>19</sup>. Aunque estos tres escenarios no abarcan todos los desarrollos posibles en el sistema bancario de la UE entre ahora y el final de la década, pueden emplearse para comprender cómo contribuyen los riesgos financieros y no financieros al nivel global de riesgo.

**Como la respuesta regulatoria será un factor clave para determinar cuál de los tres escenarios se materializa, existen varias medidas de política macroprudencial que podrían plantearse en este momento<sup>20</sup>.** Estas medidas son las siguientes: i) la expansión o adaptación del perímetro regulatorio y las condiciones para acceder a la red de seguridad; ii) la necesidad de reforzar la cooperación entre las autoridades prudenciales a escala global; iii) el acotamiento (*ring-fencing*) de las actividades financieras de las *big tech*; iv) la necesidad de incrementar la cooperación con los reguladores de los sectores no financieros (por ejemplo, protección de datos, telecomunicaciones); v) la modificación de las prácticas regulatorias y supervisoras para tener en cuenta la mayor digitalización; vi) la necesidad de equilibrar estabilidad y eficiencia en los debates sobre monedas digitales de banco central, y vii) el fortalecimiento del marco que respalda una reducción de capacidad de las entidades de crédito o su salida ordenada. Algunas de estas medidas se aplicarían en los tres escenarios, mientras que otras solo serían realmente pertinentes en uno de ellos.

## 2.3 Fortalecimiento del marco regulatorio del sistema financiero en su conjunto

En el período analizado, la JERS: i) facilitó información y/o respuestas a consultas organizadas por las AES y la Comisión Europea, ii) emitió recomendaciones e iii) interactuó con los legisladores a través de cartas. En esta sección se describen con más detalle estas distintas contribuciones.

### 2.3.1 Fondos del mercado monetario

**En diciembre de 2021, la JERS publicó una recomendación destinada a abordar las vulnerabilidades persistentes en los fondos del mercado monetario (FMM).** Las turbulencias en los mercados financieros al inicio de la pandemia de COVID-19 en marzo de 2020 crearon problemas de gestión de la liquidez para algunos tipos de FMM que invierten principalmente en instrumentos de deuda privada. Estas dificultades se derivaron de la combinación de reembolsos a gran escala por parte de los inversores y del deterioro de la liquidez en el mercado secundario de los activos en los que estos fondos habían invertido. Este episodio puso de relieve una tensión subyacente en la transformación de liquidez que llevan a cabo los FMM, que es consecuencia de las dos funciones económicas que estos fondos desempeñan en el sistema financiero y la economía real: i) ser utilizados por los inversores como instrumentos de gestión de efectivo y ii) proporcionar financiación a corto plazo a los emisores. Dado que ofrecen liquidez inmediata a

<sup>19</sup> El tercer escenario se aplica exclusivamente a un modelo hipotético concreto de una moneda digital de banco central (es anónima, se suministra con elasticidad, su disponibilidad no está restringida a los residentes en la jurisdicción emisora y puede pagar intereses). Por lo tanto, este escenario no sería pertinente si, por ejemplo, existiera un límite en las tenencias de la moneda digital de banco central.

<sup>20</sup> Además de las medidas de política macroprudencial, la educación financiera digital es especialmente importante para promover un entorno digital seguro en el sector financiero y para mejorar la protección del consumidor.



los inversores, estos suelen percibir las participaciones en FMM que adquieren como instrumentos similares al efectivo. Al mismo tiempo, los FMM invierten en activos financieros que no son necesariamente líquidos —especialmente durante períodos de tensión, cuando los fondos tienen que hacer frente a las solicitudes de reembolso—.

**La recomendación de 2021 refleja el espíritu de la recomendación de 2012 de la JERS, cuyo objetivo era mitigar los riesgos para la estabilidad financiera que representan los FMM radicados en la UE debido a sus características similares a las de las entidades de crédito y a su vulnerabilidad ante retiradas masivas de fondos por parte de los inversores.** Dado que no existe una medida única que pueda corregir todas las vulnerabilidades sistémicas de los FMM, en la recomendación de 2021 se propone un paquete de cuatro medidas para reducir la acumulación de riesgo sistémico en el sector. Los objetivos de estas medidas son los que se indican a continuación.

**La Recomendación A está dirigida a reducir los efectos umbral incorporados en los requerimientos regulatorios, que podrían proporcionar ventajas asociadas a la dinámica de «ser el primero en actuar» y provocar retiradas masivas de fondos.** En la recomendación se propone que los FMM con un valor liquidativo de baja volatilidad tengan un valor liquidativo fluctuante para que los inversores puedan reembolsar sus participaciones a un valor que refleje la valoración de mercado de los activos subyacentes. Asimismo, se recomienda eliminar los efectos umbral derivados de la regulación (utilizando comisiones de liquidez y limitaciones al reembolso —*redemption gates*—) cuando los FMM incumplan los requerimientos de liquidez. A estos efectos, la recomendación persigue suprimir los incentivos que supone para los inversores reembolsar sus participaciones antes que los demás.

**El objetivo de la Recomendación B es reducir la transformación de liquidez.** En ella se proponen requerimientos de liquidez más elevados para los FMM de valor liquidativo variable y los de valor liquidativo de baja volatilidad, tenencias obligatorias de deuda pública y activos con vencimiento diario y semanal. Con el fin de fomentar que los FMM utilicen los colchones de liquidez para hacer frente a las solicitudes de reembolso, en la recomendación se sugiere que, en períodos de tensión en el conjunto del mercado, se permita a estos fondos mantener menos liquidez de la requerida.

**La Recomendación C tiene el objetivo de imponer costes de reembolso a los inversores.** Se propone que todos los FMM tengan como mínimo una herramienta de gestión de la liquidez disponible para trasladar los costes de negociación a los inversores salientes o entrantes (recargos antidilución, comisiones de liquidez o, en el caso de los FMM con un valor liquidativo fluctuante, ajustes del valor liquidativo —*swing pricing*—). Para facilitar el uso de las herramientas de gestión de la liquidez, la recomendación aboga por el establecimiento de criterios que rijan su aplicación en cualesquiera condiciones del mercado.

**La finalidad de la Recomendación D es mejorar los marcos de vigilancia y de pruebas de resistencia.** Con el fin de proporcionar a los organismos nacionales y de la UE mejor información para detectar las debilidades sistémicas de los FMM, se propone aumentar la frecuencia de la presentación de información y ampliar la recogida de datos, así como establecer acuerdos de intercambio de información entre las autoridades nacionales competentes y las instituciones de la UE con un mandato de estabilidad financiera. En la recomendación se propone también la introducción de pruebas de resistencia para el conjunto del sistema que complementen las pruebas de resistencia internas que los gestores de los FMM están obligados a realizar. La contribución de la JERS a las directrices de la ESMA sobre estas pruebas de resistencia internas se describe en la sección 2.3.4.





Otro de los objetivos de la recomendación era contribuir a la revisión por parte de la Comisión Europea del Reglamento sobre fondos del mercado monetario. Al elaborar la recomendación, la JERS tuvo en cuenta los debates en la esfera internacional, incluidas las consultas realizadas por la ESMA y las propuestas formuladas por el Consejo de Estabilidad Financiera. La recomendación se publicó junto con un informe en el que se expuso la justificación económica de estas propuestas, y estuvo precedida por una *Issues note*, que se publicó en julio de 2021. La JERS también sugirió que la idoneidad del Reglamento sobre FMM se revisara cinco años después de la entrada en vigor de las nuevas disposiciones para evaluar si las reformas legislativas habían mejorado la resiliencia de los FMM y reducido las vías de contagio.

### 2.3.2 Compensación centralizada

En diciembre de 2021, la JERS publicó una respuesta a la consulta de la ESMA para determinar la importancia sistémica de LCH Ltd y de ICE Clear Europe o sus servicios de compensación. Con el fin de decidir si determinadas entidades de contrapartida central (ECC) del Reino Unido o algunos de sus servicios de compensación seguirían estando reconocidos para prestar servicios en la UE, la ESMA había consultado a la JERS con arreglo al artículo 25, apartado 2, letra c), del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés). La consulta de la ESMA se produjo tras las decisiones temporales de la Comisión Europea sobre la equivalencia del marco de regulación y supervisión del Reino Unido para ECC y la decisión de la ESMA de reconocer a tres ECC del Reino Unido.

La JERS concluyó que algunos de los servicios de compensación prestados por estas ECC tenían una importancia sistémica sustancial para la UE, pero que debían continuar estando reconocidos. Concretamente, la JERS determinó que los servicios del tipo de interés a corto plazo (STIR, por sus siglas en inglés) y de seguros de riesgo de crédito (CDS, por sus siglas en inglés) prestados en euros por ICE Clear Europe Ltd, y los servicios de SwapClear prestados en euros y en eslotis polacos por LCH Ltd tenían una importancia sistémica sustancial para la UE, si bien debía permitirse su prestación en la UE. La JERS también propuso que toda prórroga del actual reconocimiento de las dos ECC de nivel 2 del Reino Unido fuera temporal y estuviera respaldada por medidas destinadas a: i) incrementar el número de soluciones de compensación ofrecidas por ECC de la UE y ii) reducir los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con la importancia sistémica sustancial de los servicios operados por ICE Clear Europe Ltd y LCH Ltd. Sus propuestas incluían incrementar la capacidad de compensación centralizada en la UE, reforzar las competencias de la ESMA sobre las ECC sistémicas del Reino Unido y, potencialmente, sobre algunas ECC de la UE (si su papel aumentara como consecuencia del incremento de las exposiciones de la UE por encima de determinados umbrales), e incentivar una reducción de la dependencia de servicios de compensación identificados como de importancia sistémica sustancial para la UE.

La JERS también respondió a una consulta específica sobre la revisión del marco de la compensación centralizada realizada por la Comisión Europea tras la conclusión de la evaluación de la importancia sistémica de las ECC del Reino Unido llevada a cabo por la ESMA. La Comisión Europea consultaba sobre posibles medidas para mejorar el atractivo de la compensación en la UE y reforzar el marco de supervisión de la compensación en la Unión. En su respuesta, la JERS señaló la necesidad de mantener el acceso a las ECC de terceros países dentro de un marco regulatorio de la UE más general para dichas ECC. Asimismo, la JERS propuso una serie de herramientas específicas (incluidas medidas macroprudenciales) para contribuir a desarrollar la capacidad de resistencia frente a riesgos sistémicos derivados de la



dependencia excesiva de ECC de terceros países, promover el reequilibrio de las exposiciones entre el Reino Unido y la UE e incentivar la compensación dentro la UE.

**Asimismo, la JERS contribuyó a la revisión por parte de la ESMA de la importancia sistémica de las ECC de 22 terceros países que había clasificado como ECC de nivel 1.** La clasificación de las ECC se basa en una serie de indicadores cuantitativos previstos en el correspondiente **Reglamento Delegado de la Comisión**. Dado que todas estas ECC siguen por debajo de los umbrales pertinentes, la JERS concluyó que deben permanecer en el nivel 1.

**También en diciembre de 2021, la Secretaría de la JERS respondió a la consulta de la ESMA sobre la exención de la obligación de compensación para los sistemas de planes de pensiones (PSA, por sus siglas en inglés).** De conformidad con el artículo 85, apartado 2, del Reglamento EMIR, cada año, la ESMA, en colaboración con la JERS, debe presentar un informe sobre posibles soluciones de compensación centralizada para los PSA. Los sistemas de planes de pensiones han estado exentos de la obligación de compensación desde la adopción del EMIR en 2012. Esta exención temporal se ha renovado en tres ocasiones, pero vencerá el 18 de junio de 2022. En su respuesta, la Secretaría de la JERS propuso la eliminación gradual de la exención para los PSA con el fin de favorecer una aplicación amplia de la obligación de compensación, como manifestó en anteriores dictámenes. Además, la Secretaría de la JERS señaló que los fondos de los sistemas de planes de pensiones están preparados operativamente para compensar, como se indicó en la nota de la ESMA sobre la compensación de los PSA.

**En marzo de 2022, la Secretaría de la JERS respondió a una consulta de la ESMA sobre propuestas de modificación de una norma técnica de regulación relativa a la prociclicidad de los márgenes iniciales.** Los cambios propuestos están orientados a modificar los requisitos que son aplicables a las ECC cuando abordan los efectos procíclicos de los márgenes iniciales. En su respuesta, la Secretaría de la JERS indicó que, pese a que el marco regulatorio de la UE para luchar contra la prociclicidad es uno de los más avanzados del mundo, la crisis del COVID-19 reveló aspectos susceptibles de mejora adicional. La JERS ha señalado en repetidas ocasiones — la última vez en su **Recomendación de 2020**— la necesidad de hacer frente a la prociclicidad en las prácticas de margen inicial y en todas las prácticas de las ECC. En su respuesta, la Secretaría de la JERS también señaló otras partes que podrían revisarse del marco para limitar la prociclicidad previsto en el EMIR. Estas incluían consideraciones relativas a la compensación de clientes, la proporcionalidad y el uso de estrategias de agotamiento de colchones que son relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

### 2.3.3 Fondos de inversión

**Durante el período analizado, la JERS, junto con la Comisión Europea y la ESMA, fue objeto de una auditoría del sector de los fondos de inversión de la UE llevada a cabo por el Tribunal de Cuentas Europeo (TCE).** En la auditoría se examinó si la UE había creado un verdadero mercado único de fondos de inversión que garantizara la protección de los inversores y la estabilidad financiera. El TCE no examinó ninguna recomendación de la JERS. En su **informe**, el TCE señaló, entre otros aspectos, que la ESMA y la JERS no habían sopesado plenamente la posibilidad de utilizar los datos existentes recabados por los bancos centrales, sino que se habían servido de datos menos fiables facilitados por proveedores comerciales.

**En marzo de 2022, la JERS remitió cartas al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la propuesta de modificación de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea.** En dichas cartas se



comparaban las propuestas formuladas por la JERS en su **respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de la AIFMD** en enero de 2021 con la propuesta posterior realizada por la Comisión Europea. En las cartas se indicaba que la propuesta de la Comisión Europea reflejaba la mayor parte de las consideraciones formuladas por la JERS. Asimismo, se señalaban tres ámbitos que no se habían abordado, en los que, a juicio de la JERS, los colegisladores de la UE podrían aprovechar la oportunidad para mejorar la propuesta realizada por la Comisión Europea. En primer lugar, en las cartas se indicó que es prioritario subsanar los desajustes de liquidez en los fondos de inversión alternativos (FIA) abiertos que invierten en activos inherentemente menos líquidos. En segundo lugar, se hizo hincapié en la necesidad de establecer mecanismos de intercambio de información y obligaciones de presentación de información con mayor periodicidad en situaciones de crisis, en beneficio de todas las autoridades con un mandato macroprudencial (incluida la JERS). En tercer lugar, se instó a aclarar adicionalmente la operacionalización de los límites al apalancamiento de los FIA.

#### Recuadro 6

#### **Seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria**

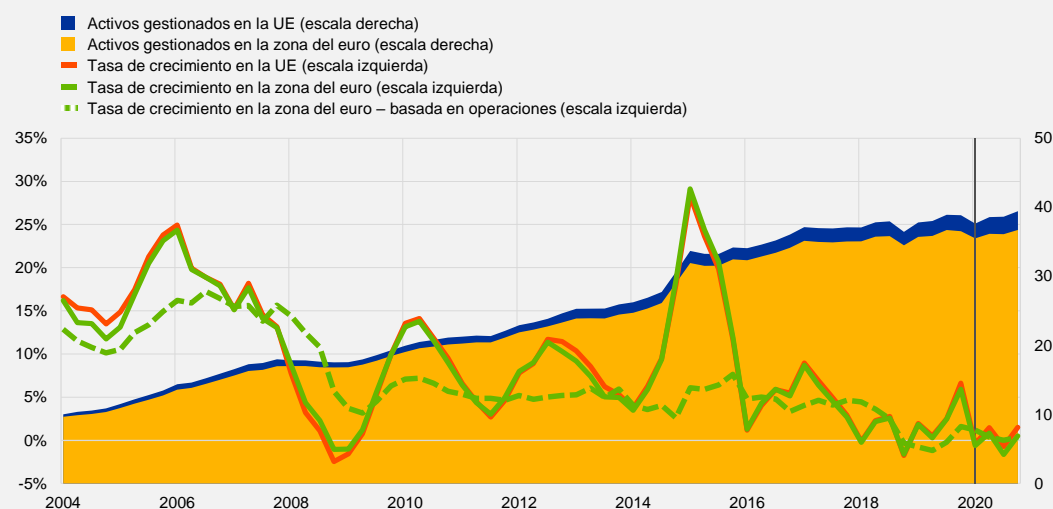
**En agosto de 2021, la JERS publicó el informe titulado «EU Non-bank Financial Intermediation (NBFi) Risk Monitor 2021», en el que se resumía su labor de seguimiento de los riesgos sistémicos y vulnerabilidades relacionados con la intermediación financiera no bancaria.** El sector financiero no bancario de la UE vio reducido su tamaño inicialmente en el primer trimestre de 2020, tras el estallido de la pandemia de COVID-19, pero al final de ese año ya se había recuperado. Al cierre de 2020, el valor total de los activos gestionados por los fondos de inversión y otras entidades financieras en la UE se situó en 39,4 billones de euros (36,7 billones en la zona del euro). Estas cifras representaron incrementos del 1,5 % y del 0,5 % para la UE y la zona del euro, respectivamente, en comparación con el final de 2019 (gráfico A). En el informe *NBFI Risk Monitor* de 2021 se abordaron varios riesgos estructurales y cíclicos de la intermediación financiera no bancaria y se concluyó que la transformación de liquidez y de plazos en el sector de los fondos de inversión había seguido siendo fuente de riesgos. Se puso de manifiesto, por ejemplo, que los FMM continuaban siendo vulnerables a la reducida liquidez de los instrumentos del mercado monetario del sector privado en los que invierten, una vulnerabilidad que pretende subsanarse con la recomendación de la JERS sobre FMM (véase sección 2.3.1). Además, en el informe se indicó que las tenencias de efectivo de los fondos de renta fija habían seguido descendiendo, al tiempo que su exposición al riesgo de crédito se había deteriorado.



Gráfico A

### Activos gestionados en fondos de inversión y otras entidades financieras en la UE y en la zona del euro

(escala derecha: billones de euros; escala izquierda: tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2020.

El informe **NBFI Risk Monitor de 2021** también incluía tres artículos monográficos en los que se analizaban en profundidad aspectos concretos relativos al seguimiento de los riesgos en el sector financiero no bancario. Uno de esos artículos se centraba en los desajustes de liquidez y el apalancamiento de los fondos de inversión que invierten en inmuebles comerciales en vista de las vulnerabilidades del mercado inmobiliario comercial derivadas de la pandemia de COVID-19. En otro se analizaba el papel del sector de seguros en la intermediación financiera no bancaria y se ponía de relieve la participación de las empresas aseguradoras en la intermediación crediticia, las interconexiones con otras entidades no bancarias y las interconexiones de los mercados por medio de las posiciones en derivados. En el tercer artículo monográfico se examinaba el estrangulamiento en corto (*short squeeze*) de GameStop, la insolvencia de Greensill Capital y el colapso de Archegos, que han mostrado cómo los riesgos de apalancamiento, de concentración y de liquidez pueden materializarse y propagarse por el sistema financiero.

#### 2.3.4 Escenarios para pruebas de resistencia

Durante el período analizado, la JERS proporcionó escenarios adversos para las pruebas de resistencia que las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) llevaron a cabo con el fin de evaluar los riesgos en el sistema financiero. Con el apoyo del BCE, y en estrecha colaboración con la AES pertinente, la JERS proporcionó narrativas y calibración para los escenarios adversos de dichas pruebas de resistencia. Los escenarios reflejaban la valoración de la JERS sobre los riesgos y las principales vulnerabilidades del sistema financiero en un momento determinado. Debido a las diferencias existentes entre los modelos de negocio y los perfiles de riesgo de los distintos tipos de entidades financieras, que hacen que sean vulnerables a clases de perturbaciones diferentes, cada escenario se adaptó a las particularidades del sector financiero en



cuestión y al objetivo de la prueba de resistencia concreta. La JERS proporcionó tres escenarios adversos distintos durante el período que abarca el presente Informe<sup>21</sup>.

**En junio de 2021, la JERS proporcionó el escenario adverso para la prueba de resistencia de las ECC realizada por la ESMA a escala de la UE en 2021.** La narrativa de ese escenario se basó en las preocupaciones sobre la evolución de la pandemia de COVID-19 y sus consecuencias económicas. En particular, el escenario incluía efectos de confianza negativos que prolongaban la contracción de la economía mundial. Esto, a su vez, generaba dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública y privada en Europa y causaba un pronunciado ascenso de las primas de riesgo de crédito y una ampliación de los diferenciales crediticios. El escenario partía del supuesto de que el redimensionamiento generalizado de las empresas y las revisiones a la baja de las calificaciones crediticias provocarían ventas forzadas a gran escala en el sector no bancario. **La prueba de resistencia de la ESMA** incluyó a trece ECC de la UE y a dos ECC del Reino Unido. Se espera que sus resultados se publiquen en el segundo semestre de 2022.

**En diciembre de 2021, la JERS proporcionó el escenario adverso para las directrices de la ESMA sobre las pruebas de resistencia de los FMM de 2021.** La narrativa para ese escenario reflejaba la incertidumbre sobre: i) el despliegue y la eficacia de las vacunas para combatir las variantes del coronavirus y ii) la persistencia de problemas en las cadenas globales de suministro. Como en el escenario diseñado para la prueba de resistencia de las ECC de 2020 de la ESMA, las perturbaciones incluían cambios instantáneos y puntuales de los precios de los activos tras desencadenantes en varios segmentos de mercado.

**En marzo de 2022, la JERS proporcionó un escenario de riesgos climáticos para la prueba de resistencia de los fondos de pensiones de empleo a escala de la UE de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).** El riesgo climático es uno de los riesgos prioritarios identificados por la JERS, y esta fue la primera ocasión en la que la JERS proporcionó un escenario relacionado con el clima para una prueba de resistencia llevada a cabo por una AES. La narrativa elaborada para este escenario reflejaba un retraso en la transición a una economía verde, y se calibró sobre la base del escenario desarrollado por la Network for Greening the Financial System (NGFS). Con el fin de reflejar el horizonte a un año de la prueba de resistencia de los fondos de pensiones de empleo, el escenario de retraso en la transición de la NGFS se adaptó comprimiendo los tres primeros años de ese escenario en uno solo.

### 2.3.5 Sector de seguros

**En diciembre de 2021, la JERS publicó un informe sobre las implicaciones para la estabilidad financiera de la NIIF n.º 17 - Contratos de seguro. La NIIF 17 es la nueva norma contable para los contratos de seguro, que entrará en vigor el 1 de enero de 2023.** En su informe, la JERS señaló que se esperaba que la NIIF 17 contribuyera de forma sustancial a la estabilidad financiera promoviendo prácticas contables comparables a nivel internacional e incrementando la transparencia en el sector de seguros. El aumento de la transparencia está relacionado con el nuevo requisito de computar de manera conjunta el margen de servicio contractual de grupos de contratos de seguro originados en el mismo año (requisito de cohortes anuales). En el informe también se identificaron tres ámbitos en los que pueden ser necesarias medidas de seguimiento para asegurar que la estabilidad financiera se beneficie de la aplicación de la NIIF 17. Primero, es posible que el gran peso del componente no observable de los tipos de descuento con arreglo a la NIIF 17 deba ser objeto de un atento escrutinio por parte de las firmas

<sup>21</sup> La JERS publica todos los escenarios utilizados en las pruebas de resistencia regulatorias en su [sitio web](#).



de auditoría, las autoridades en materia contable y los supervisores. Segundo, la amplia variedad de políticas contables que la NIIF 17 permite utilizar para el cálculo del ajuste del riesgo podría dificultar las comparaciones entre países y sectores. Tercero, la exención voluntaria del requisito de cohortes anuales podría reducir la transparencia que se pretende aportar con la NIIF 17.

**En febrero de 2022, la JERS remitió cartas al Parlamento Europeo y al Consejo sobre las modificaciones propuestas por la Comisión Europea al marco de Solvencia II.** En dichas cartas se compararon las propuestas que había formulado la JERS en su respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de Solvencia II en enero de 2021 con la propuesta posterior realizada por la Comisión Europea. En las cartas se señalaba que la propuesta de la Comisión Europea era un buen punto de partida, en el sentido de que reflejaba muchos de los elementos —aunque no todos— que la JERS había identificado para hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera. Asimismo, las cartas ponían de relieve aspectos que no se habían abordado y áreas en las que, a juicio de la JERS, los legisladores de la UE podrían aprovechar la oportunidad para mejorar la propuesta realizada por la Comisión Europea. En las cartas se formularon cuatro observaciones a este respecto. En primer lugar, se destacó el riesgo de que las ratios de solvencia de las empresas de seguros se sobrevaloraran en el entorno de tipos de interés bajos y se propuso un método más basado en el mercado para calcular los tipos de descuento libres de riesgo. En segundo lugar, se recalcó que, en circunstancias excepcionales (por ejemplo, cuando existe el riesgo de que las empresas de seguros puedan intentar conservar el capital mediante medidas de eliminación del riesgo), hacen falta facultades de supervisión para imponer restricciones a la distribución de beneficios en todo el mercado. En tercer lugar, se señaló la necesidad de alinear mejor el tratamiento prudencial de los préstamos hipotecarios en Solvencia II con el marco de riesgo de crédito del sector bancario, así como la importancia de las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios en el caso de los préstamos hipotecarios para afrontar el riesgo de ejecuciones cuando estalle una burbuja inmobiliaria. En cuarto lugar, se aprovechó la experiencia adquirida al comienzo de la pandemia de COVID-19 en marzo de 2020 para señalar los riesgos derivados del comportamiento procíclico de la inversión por parte de las empresas de seguros y la importancia de mejorar los mecanismos existentes en Solvencia II (por ejemplo, con medidas anticíclicas más simétricas).

## 2.4 Preparación para afrontar los nuevos retos

La JERS ha avanzado en la lucha contra los «riesgos híbridos» (es decir, riesgos más generales que también podrían afectar al sector financiero), en particular los riesgos financieros relacionados con el cambio climático, los criptoactivos y las DeFi.

### 2.4.1 Riesgos financieros relacionados con el cambio climático

**En julio de 2021, el BCE y la JERS publicaron un informe conjunto en el que se analiza con detalle de qué formas una amplia variedad de determinantes del cambio climático afectan a miles de entidades financieras en la UE y a millones de empresas en todo el mundo.** El informe identifica los posibles riesgos para la estabilidad financiera y contribuye al desarrollo de una base analítica para la adopción de medidas más focalizadas y efectivas.

**En el informe se abordan las lagunas de medición y, a partir de trabajos anteriores en este ámbito, se establece una topología detallada de los riesgos físicos y de transición derivados del cambio climático en distintas regiones, sectores y empresas.** También se utiliza un



análisis de escenarios con horizontes de riesgo financiero a largo plazo para tener en cuenta las pérdidas financieras futuras resultantes de la aplicación en el momento oportuno y la eficacia de las políticas y tecnologías relacionadas con el cambio climático.

**En el informe se analizan a nivel granular las exposiciones financieras a los determinantes del cambio climático y se señalan tres áreas en las que se concentran los riesgos:**

- En primer lugar, las exposiciones a los riesgos físicos relacionados con el cambio climático se concentran a nivel regional. El análisis muestra, por ejemplo, que las inundaciones fluviales serán el determinante del riesgo climático más importante en términos económicos en la UE en las dos próximas décadas y que se verá agravado en algunas regiones por la elevada vulnerabilidad frente a incendios, altas temperaturas y tensiones hídricas. En torno al 30 % de las exposiciones crediticias totales del sector bancario de la zona del euro a sociedades no financieras son frente a empresas sujetas a uno o varios de estos riesgos físicos.
- En segundo lugar, las exposiciones a empresas intensivas en emisiones pueden estar concentradas no solo en distintos sectores económicos sino también dentro de ellos. Las empresas con altas emisiones representan el 11 % de la cartera de préstamos a sociedades no financieras de la zona del euro. Aunque se concentran principalmente en los sectores de manufacturas, electricidad, transporte y construcción, también presentan diferencias sustanciales dentro de los sectores, lo que sugiere que existe un margen para la corrección de precios en los mercados financieros conforme las grandes divergencias actuales en la intensidad de las emisiones se reduzcan en el futuro.
- En tercer lugar, las exposiciones a los determinantes del riesgo climático se concentran en intermediarios financieros europeos concretos. Alrededor del 70 % de las exposiciones crediticias totales del sistema bancario a empresas que estarán sometidas un nivel de riesgo físico elevado o creciente en las próximas décadas se concentran en las carteras de tan solo 25 entidades de crédito. Asimismo, el margen de correcciones de precios en los mercados financieros asociadas al riesgo de transición será particularmente considerable en el caso de los fondos de inversión, ya que más del 55 % de sus inversiones se realizan en empresas con altas emisiones. Se estima que únicamente el 1 % de los activos se ajusta a la taxonomía de la UE. Aunque las tenencias directas de activos sensibles al clima por parte de las empresas de seguros pueden ser gestionables, los riesgos podrían verse exacerbados por las tenencias cruzadas de los fondos de inversión, que representan en torno al 30 %.

**El análisis de escenarios a largo plazo para las entidades de crédito<sup>22</sup>, las empresas de seguros y los fondos de inversión de la UE sugiere que el riesgo de crédito y de mercado podría aumentar si no se consigue combatir con eficacia el calentamiento global.** En el escenario en el que se modeliza una transición climática insuficientemente ordenada, las pérdidas ocasionadas por los riesgos físicos —sobre todo para las empresas con altas emisiones— llegarían a ser la fuente de pérdidas más importante en unos quince años. Ello podría dar lugar a una caída del PIB mundial de hasta el 20 % al final del siglo si las medidas mitigadoras resultan insuficientes o ineficaces.

**Desde la publicación del informe en julio de 2021, la JERS y el BCE han trabajado para abordar el resto de necesidades analíticas, especialmente en los ámbitos de la medición y las metodologías.** También continúa el trabajo para aplicar la creciente evidencia a consideraciones de política macroprudencial.

<sup>22</sup> Escenarios generales de referencia establecidos por la NGFS.



## 2.4.2 Criptoactivos y finanzas descentralizadas

**El rápido crecimiento de los criptoactivos y las finanzas descentralizadas (DeFi) ha suscitado cada vez más atención entre los reguladores y las autoridades responsables de elaborar las políticas, también en cuanto al papel de la JERS en este ámbito**<sup>23</sup>. Las DeFi amplían la utilización de la cadena de bloques (*blockchain*) desde transferencias de valor sencillas hasta usos financieros más complejos, empleando para ello aplicaciones descentralizadas y contratos inteligentes. Aunque todo el mundo entiende bien la relevancia de los criptoactivos y de las DeFi para la protección de los inversores —así como los objetivos más amplios de las políticas, como la lucha contra las actividades ilícitas—, sus implicaciones para la estabilidad financiera pueden ser menos obvias. *A priori*, el hecho de que los criptoactivos y las DeFi utilicen protocolos que no dependen de intermediarios financieros tradicionales no elimina los riesgos para la estabilidad financiera habituales, por ejemplo, los derivados del apalancamiento excesivo, de los desajustes de liquidez y de las interconexiones.

Por lo tanto, es posible que, para salvaguardar la estabilidad financiera, los reguladores y los supervisores deban adoptar un enfoque más basado en las actividades que les permita extender su ámbito de actuación a estas nuevas actividades. Al mismo tiempo, algunos criptoactivos y nuevas formas de intermediación pueden caracterizarse por una interacción novedosa entre actividades y entidades tanto financieras como no financieras, incluidas las empresas *fintech* y *big tech*. El paradigma «misma actividad, misma regulación» puede resultar inadecuado ante estas formas nuevas e inusuales de interacción. Tanto el trabajo del Grupo de Trabajo Europeo de Ciberriesgo Sistémico (European Systemic Cyber Group) de la JERS como el análisis recogido en el **informe del CCC sobre la digitalización y el futuro de la banca** son relevantes para los criptoactivos y las finanzas descentralizadas.

**En febrero de 2022 se creó un grupo exploratorio de alto nivel (HLEG, por sus siglas en inglés) conjunto del CTC y el CCC de la JERS sobre criptoactivos y finanzas descentralizadas.** Su cometido es explorar el alcance y la necesidad del futuro trabajo analítico de la JERS sobre las implicaciones sistémicas de los mercados privados de criptoactivos y las aplicaciones DeFi para la estabilidad del sector financiero de la UE, lo que permitirá sentar las bases para evaluar la necesidad de adoptar medidas en este ámbito. Al definir el alcance y las prioridades del análisis de los criptoactivos y las DeFi desde el punto de vista de la estabilidad financiera, el HLEG pretende identificar mecanismos (tanto antiguos como nuevos), vulnerabilidades y riesgos que pueden convertir a los criptoactivos y las DeFi en fuente de riesgo sistémico o en amenaza para la estabilidad financiera. A la hora de establecer las prioridades de la política de la JERS en esta área, el HLEG analizará cómo pueden las políticas prudenciales abordar estos riesgos y tratará de identificar los ámbitos en los que la JERS, gracias a la amplia diversidad de instituciones europeas que pertenecen a ella y a su capacidad de actuación mediante avisos y recomendaciones, puede complementar mejor y profundizar en las políticas en las que se está trabajando tanto en la UE como fuera de ella. El HLEG tendrá en cuenta la labor que ya se está desarrollando internacionalmente en diversos países con respecto al tratamiento de los criptoactivos y las DeFi, centrándose en añadir valor desde una perspectiva macroprudencial.

<sup>23</sup> Véase M. McGuinness, «**The ESRB at 10 years – key achievements and future challenges**», discurso inaugural pronunciado en la quinta Conferencia Anual de la JERS, 8 de diciembre de 2021.



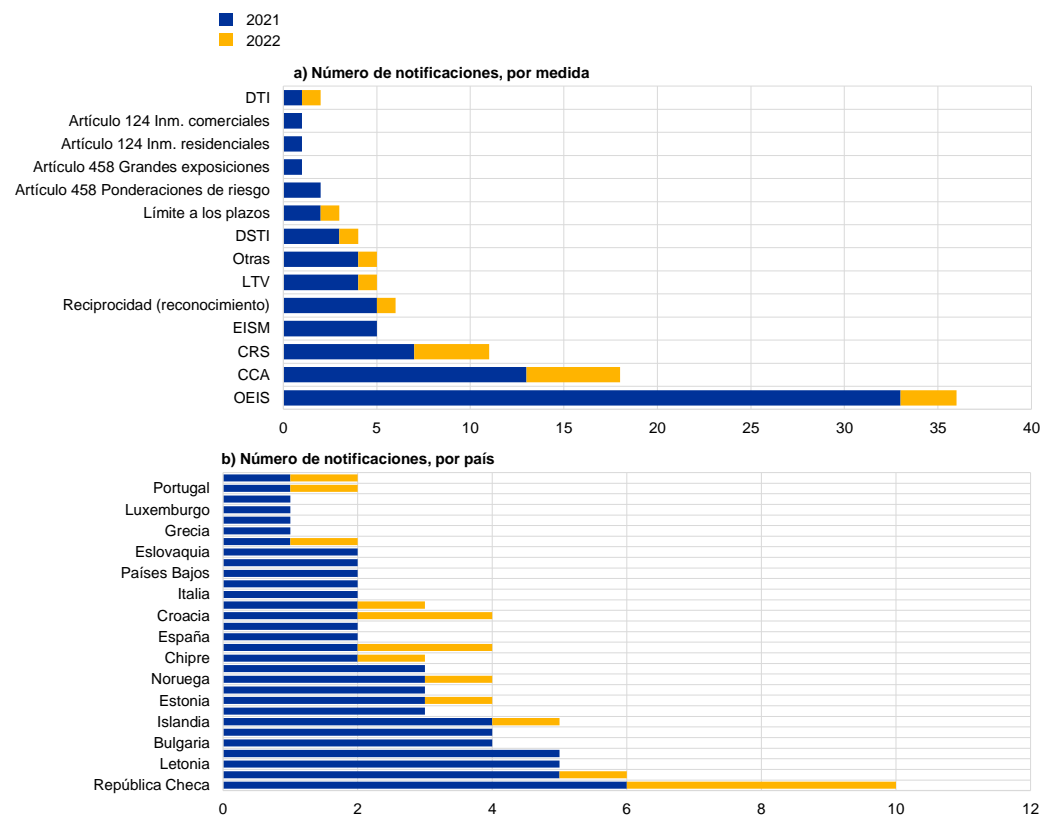


### 3 Análisis de las medidas nacionales

En esta sección se describen las medidas adoptadas o anunciadas públicamente por los países del EEE durante el período analizado (gráfico 13). Habida cuenta del amplio mandato de la JERS y de que su perspectiva abarca todo el EEE, la institución está en una posición adecuada para actuar como plataforma de información sobre las medidas macroprudenciales adoptadas por sus países miembros. Varias medidas notificadas a la JERS se publicaron en su sitio web. En esta sección, las medidas aplicadas por los países del EEE en el período considerado se ordenan por tipo de instrumento utilizado.

Gráfico 13  
Notificaciones recibidas por la JERS entre abril de 2021 y marzo de 2022, por tipo de medida y por país

(número de notificaciones)



Fuente: JERS.

Nota: Solo se han incluido las medidas adoptadas o anunciadas públicamente durante el período analizado y antes de la fecha de cierre (31 de marzo de 2022).

#### 3.1 Descripción de las medidas

En términos generales, durante el período analizado varios países empezaron a endurecer sus políticas macroprudenciales, en particular mediante la reconstitución de los colchones



**de capital.** Un número reducido de países adoptaron medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios, introduciendo nuevas medidas de este tipo (Islandia), ampliando las que ya se aplicaban (Lituania) o reintroduciendo las que se habían suspendido entre abril y junio de 2020 como consecuencia de la pandemia de COVID-19 (República Checa). Diez países ajustaron su porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA) activándolo por primera vez o aumentándolo. En vista de la introducción de las últimas modificaciones de la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC V), algunos países decidieron abordar sus riesgos estructurales exclusivamente mediante los porcentajes del colchón para otras entidades de importancia sistémica (OEIS) y, por tanto, al mismo tiempo desactivaron los colchones contra riesgos sistémicos (CRS) aplicables. Por último, algunos países aplicaron medidas nacionales más estrictas (con arreglo al artículo 458 del RRC) o utilizaron el nuevo CRS sectorial disponible.

### 3.2 Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios

**En un contexto de aumento de las vulnerabilidades en el mercado inmobiliario, siete países ajustaron sus medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios.** Las autoridades nacionales adoptaron una amplia variedad de medidas, entre ellas, la imposición de límites a la ratio LTV, a la ratio deuda sobre ingresos (DTI, por sus siglas en inglés), a la ratio servicio de la deuda sobre ingresos (DSTI, por sus siglas en inglés) y a los plazos de los préstamos. Chipre complementó el límite a la LTV vigente con otro específico para las viviendas de lujo. La República Checa y Finlandia restablecieron sus límites a la LTV en los niveles previos a la pandemia, tras haber relajado estas medidas durante la crisis del COVID-19. Lituania endureció los límites de dicha ratio para los préstamos de segunda hipoteca y siguientes. Por el lado de los ingresos, Islandia introdujo una medida sobre la DSTI para hacer frente a las vulnerabilidades relacionadas con la acumulación de deuda. Letonia prorrogó la aplicación de su amplio conjunto de medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (límites a la LTV, a la DSTI, a la DTI y a los plazos). En Francia, las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios que ya existían pasaron a ser legalmente vinculantes. Portugal endureció el límite a los plazos de los préstamos hipotecarios. Por último, en noviembre de 2021, la República Checa anunció su decisión de volver a introducir medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios, que pasarían a ser legalmente vinculantes a partir de abril de 2022.

### 3.3 Ponderaciones de riesgo

**Dos países (Irlanda y Polonia) notificaron la relajación de medidas nacionales más estrictas con arreglo al artículo 124 del RRC.** Asimismo, las autoridades de Estonia y Suecia notificaron medidas basadas en el artículo 458 del RRC sobre las que la JERS ha emitido dictámenes.

**El 18 de mayo de 2021, el Eesti Pank (banco central de Estonia) notificó a la JERS su intención de prorrogar la aplicación de una medida nacional más estricta relativa a las ponderaciones de riesgo con arreglo al artículo 458, apartado 2, letra d), inciso vi), del RRC.** La medida consistía en una prórroga de dos años de un nivel mínimo específico de ponderación media de riesgo del 15 % para la cartera de exposiciones minoristas garantizadas por hipotecas sobre bienes inmuebles frente a deudores residentes en Estonia. La medida se aplica a las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés) para calcular sus requerimientos de capital regulatorio. La medida existente entró en



vigor el 30 de septiembre de 2019. De conformidad con el artículo 458, apartados 4 y 9, del RRC, la JERS remitió un dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a Estonia el 17 de junio de 2021. La JERS consideró que la propuesta de prórroga de la medida podía ayudar a mantener la adecuación del capital de las entidades de crédito que utilizan el método IRB en Estonia con el fin de mitigar una posible materialización de riesgos sistémicos en el mercado inmobiliario residencial. Si bien los riesgos sistémicos en dicho mercado habían aumentado en este país en los últimos años, la medida era, no obstante, de carácter preventivo, dado que iba dirigida a asegurar que las entidades de crédito mantuvieran suficientes fondos propios para cubrir los riesgos sistémicos en caso de que se materializaran. La JERS también estimó que los instrumentos macroprudenciales alternativos enumerados en el artículo 458 del RRC no serían apropiados para hacer frente al riesgo en cuestión, dada la incertidumbre sobre el impacto de la pandemia de COVID-19 en la economía en el momento de la valoración. En conjunto, la JERS dictaminó que la prórroga de la medida no tendría efectos adversos desproporcionados para el mercado interior o para los sistemas financieros de otros Estados miembros. La medida evitaría un nuevo descenso de las ponderaciones de riesgo aplicadas por las entidades de crédito que utilizan el método IRB a sus carteras de préstamos hipotecarios en Estonia. El Eesti Pank no solicitó la aplicación recíproca de la prórroga de la medida por parte de otros Estados miembros, dados los limitados niveles de actividad y las cuotas de mercado de las sucursales extranjeras en el mercado hipotecario estonio.

**El 20 de septiembre de 2021, la Autoridad de Supervisión Financiera de Suecia (Finansinspektionen) notificó a la JERS, de conformidad con el artículo 458, apartado 2, letra d), inciso iv), del RRC, su intención de ampliar la vigencia de una medida nacional para limitar los riesgos derivados de los préstamos hipotecarios suecos.** La medida consiste en un nivel mínimo de ponderación de riesgo del 25 % para los préstamos hipotecarios en Suecia aplicable a las entidades de crédito que utilizan el método IRB. De conformidad con el artículo 458, apartados 4 y 9, del RRC, la JERS remitió un dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a Suecia el 20 de octubre de 2021. La valoración se realizó en un contexto de aumento de las vulnerabilidades en el mercado inmobiliario residencial sueco. La JERS dictaminó que los instrumentos macroprudenciales alternativos enumerados en el artículo 458 del RRC, que deben tomarse en consideración antes de adoptar cualquier medida nacional más estricta, no serían adecuados para hacer frente al riesgo en cuestión. Por consiguiente, la JERS determinó que la medida más estricta estaba justificada y era adecuada, proporcionada, eficaz y eficiente para la finalidad mencionada anteriormente. En conjunto, la JERS consideró que la medida no tendría efectos adversos desproporcionados para el mercado interior o para otros sistemas financieros. En el análisis económico que acompañaba al dictamen también se subrayó la importancia de que otros Estados miembros con entidades de crédito activas en el mercado sueco de hipotecas residenciales mantuvieran la aplicación recíproca de la medida.

### 3.4 Colchón de capital anticíclico

**Once países ajustaron sus porcentajes de CCA para ayudar a contrarrestar el aumento de los riesgos cíclicos.** Bulgaria, República Checa, Dinamarca y Noruega reaccionaron con numerosos incrementos graduales de sus porcentajes de colchón. Alemania, Francia, Islandia y Suecia ajustaron los porcentajes una sola vez. Estonia, Croacia y Rumanía activaron por primera vez su CCA con un porcentaje del 1 %, del 0,5 % y del 0,5 %, respectivamente.

**Un número limitado de países restablecieron su CCA en los niveles previos a la pandemia, mientras que seis países lo aumentaron por encima de dichos niveles.** Bulgaria, Dinamarca y Noruega restablecieron su porcentaje de CCA en las cotas prepandemia (1,5 %, 2 % y 2,5 %, respectivamente).



respectivamente), mientras que Alemania, República Checa, Croacia, Estonia, Francia y Rumanía lo incrementaron hasta niveles superiores a los aplicables antes de la pandemia. Suecia elevó su porcentaje de CCA al 1 % (frente al 2,5 % anterior a la pandemia), mientras que otros países que relajaron sus porcentajes de CCA durante la crisis del COVID-19 aún no han tomado medidas para reconstituir este colchón.

**Las normas de capital de la UE para las entidades de crédito también permiten fijar porcentajes para las exposiciones frente a terceros países.** Dado el número tan elevado de terceros países a los que se podría aplicar esta medida, la JERS, el BCE y los Estados miembros de la UE se centran en identificar y hacer un seguimiento de los países materiales, y comparten la responsabilidad de esta tarea. Para implantar un enfoque coherente en toda la UE, la JERS explicó los detalles de su enfoque en una recomendación y una decisión<sup>24</sup>. En concreto, la JERS establece la lista de terceros países frente a los que el sistema bancario de la UE en conjunto tiene exposiciones materiales y realiza un seguimiento de la evolución de esos países. Desde 2020, la muestra identificada se ha ampliado para incluir todo el EEE, no solo la UE<sup>25</sup>.

**La JERS revisó la lista de terceros países materiales que elaboró en 2020 y confirmó que el único cambio era la incorporación del Reino Unido.** Tras su retirada de la UE el 31 de enero de 2020 y cuando terminó el período transitorio el 31 de diciembre de 2020, el Reino Unido pasó a ser un tercer país. Por tanto, la lista de terceros países materiales publicada en 2021 incluye a Brasil, China, Estados Unidos, Hong Kong, México, Reino Unido, Rusia, Singapur, Suiza y Turquía. En consonancia con la Recomendación JERS/2015/1, los países del EEE identificaron terceros países materiales y revisaron sus listas en 2021 basándose en sus respectivas metodologías.

### 3.5 Colchón contra riesgos sistémicos

**La República Checa y Estonia decidieron desactivar su colchón contra riesgos sistémicos (CRS).** Durante la primavera de 2020, en respuesta a la crisis del COVID-19, el Eesti Pank redujo su porcentaje de CRS del 1 % al 0 %. Tras una revisión del marco de política macroprudencial del país y la decisión relacionada de activar un porcentaje de CCA al final de 2021, las autoridades estonias decidieron desactivar totalmente el CRS. En octubre de 2021, después de la adopción de la DRC V, el Česká národní banka (banco central de la República Checa) decidió desactivar su CRS, dado que el riesgo cubierto anteriormente con este colchón se cubrirá en el futuro con los porcentajes del colchón para OEIS.

**Alemania, Bélgica y Lituania introdujeron un CRS sectorial para hacer frente a las vulnerabilidades relacionadas con el mercado inmobiliario.** En noviembre de 2021, el Lietuvos bankas (banco central de Lituania) introdujo un CRS sectorial del 2 % para las exposiciones frente a personas físicas garantizadas por inmuebles residenciales. La medida se aplicará al máximo nivel de consolidación a todas las entidades de crédito y cooperativas centrales de crédito autorizadas en Lituania que superen el umbral de materialidad establecido. En el primer trimestre de 2022, la Autoridad Federal de Supervisión Financiera alemana (Bundesanstalt für

<sup>24</sup> **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países (JERS/2015/1) y Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre la determinación de la importancia de terceros países para el sistema bancario de la Unión en cuanto al reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico (JERS/2015/3).**

<sup>25</sup> La definición de tercer país en la Decisión JERS/2015/3 (es decir, cualquiera que no forme parte del EEE), junto con el hecho de que las herramientas macroprudenciales de la DRC y del RRC son aplicables en Islandia, Liechtenstein y Noruega desde el 1 de enero de 2020, hizo necesario incluir a todos los países del EEE en la muestra identificada. Véase **Decisión del Comité Mixto del EEE n.º 79/2019, de 29 de marzo de 2019, por la que se modifica el Anexo IX (Servicios financieros) del Acuerdo EEE [2019/2133] (DO L 321 de 12.12.2019, p.170).**



Finanzdienstleistungsaufsicht o BaFin) anunció la introducción de un CRS sectorial del 2 % para todas las exposiciones frente a personas físicas y jurídicas garantizadas por inmuebles residenciales en Alemania que se aplicará a partir del 1 de febrero de 2023. Antes de la fecha de cierre (31 de marzo de 2022), el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (banco central de Bélgica) notificó a la JERS que tenía previsto introducir un CRS sectorial del 9 % para las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas para todas las exposiciones minoristas frente a personas físicas garantizadas por inmuebles residenciales situados en Bélgica, que se aplicará a partir del 1 de mayo de 2022.

### 3.6 Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)

**En el EEE se identificaron 175 OEIS, con efectos desde el comienzo de 2022, pero se observó cierta heterogeneidad entre países.** Con la excepción de dos entidades financieras noruegas, todas las entidades identificadas como OEIS eran entidades de crédito. El porcentaje de colchón para OEIS más bajo aplicable a las entidades se situó en el 0 % (en Letonia)<sup>26</sup> y el más elevado, en el 3 % (en Dinamarca). La lista de OEIS se modificó por varios motivos. En algunos casos, las autoridades nacionales eliminaron algunas entidades de la lista como consecuencia de fusiones entre bancos. Asimismo, la transposición de la DRC V al ordenamiento jurídico nacional llevó a algunos países a ajustar sus decisiones de política macroprudencial relativas a los colchones, lo que alteró las interacciones entre distintos colchones macroprudenciales en determinados casos (por ejemplo, la República Checa desactivó su CRS y abordó los riesgos asociados a las entidades de importancia sistémica con los colchones de capital para OEIS).

**En cinco países del EEE se identificaron ocho entidades de importancia sistémica mundial (EISM) para 2022.** Concretamente, se identificaron cuatro EISM en Francia, una en Alemania, una en España, una en Italia y una en los Países Bajos. A seis de las ocho entidades se les asignó un porcentaje de colchón para EISM del 1 %, mientras que a las otras dos se les aplicó un porcentaje del 1,5 %, que en uno de los casos aumentará hasta el 2 % en 2023.

### 3.7 Otras medidas

**El Consejo Superior de Estabilidad Financiera de Francia (Haut Conseil de stabilité financière o HCSF) notificó a la JERS su intención de ampliar el período de aplicación de su medida macroprudencial vigente con arreglo al artículo 458, apartado 2, letra d), inciso ii), del RRC.** El objetivo de la medida es limitar el riesgo de concentración con respecto a las sociedades no financieras de gran tamaño y con niveles elevados de endeudamiento que tienen su domicilio social en Francia. La medida se activó por primera vez el 1 de julio de 2018 por un período de dos años y ya se había prorrogado un año más a partir del 1 de julio de 2020. La última prórroga era diferente de la medida original porque se había modificado la definición de grandes exposiciones tras la aplicación del **Reglamento (UE) 2019/876** (RRC II). El 25 de mayo de 2021, la JERS remitió un dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a Francia de conformidad con el artículo 458, apartado 4, del RRC. La JERS consideró que la prórroga propuesta de la medida servía de mecanismo de respaldo útil para asegurar la diversificación de los riesgos y salvaguardar la capacidad de resistencia del sistema bancario francés. Además, apoyó la intención del HCSF de

<sup>26</sup> En 2022 se aplica un colchón para OEIS del 0 % a una entidad de crédito de Letonia. Esta entidad se considera OEIS desde 2022 y deberá mantener un colchón del 0,25 % a partir de 2023 como consecuencia de la aplicación progresiva.



ampliar el período de aplicación de su medida nacional más estricta, con la modificación del cálculo de las exposiciones con arreglo al RRC II. La JERS dictaminó que los instrumentos macroprudenciales alternativos enumerados en el artículo 458 del RRC, que deben tomarse en consideración antes de adoptar cualquier medida nacional más estricta, no serían adecuados para hacer frente al riesgo en cuestión. Por consiguiente, la institución determinó que la medida más estricta estaba justificada y era adecuada, proporcionada, eficaz y eficiente para la finalidad mencionada anteriormente. En conjunto, la JERS consideró que la medida no tendría efectos adversos desproporcionados para el mercado interior o para otros sistemas financieros. En el análisis económico que acompañaba al dictamen también se subrayó la importancia de que otros Estados miembros con entidades de crédito expuestas a los riesgos planteados por el endeudamiento de las sociedades no financieras en Francia continuaran con la aplicación recíproca de la medida.

**En junio de 2021, Hungría notificó a la JERS una modificación de su Reglamento sobre la ratio de adecuación de la financiación hipotecaria.** El nuevo decreto introducía en el reglamento aspectos relativos al cambio climático con el fin de lograr los objetivos regulatorios relacionados con el desfase de vencimiento del forinto húngaro, junto con el desarrollo del mercado de bonos hipotecarios.

**El Banka Slovenije (banco central de Eslovenia) notificó a la JERS que había ampliado su recomendación de restringir temporalmente la distribución de beneficios distribuibles y de beneficios no distribuidos generados en 2019 y en 2020 por las sociedades de arrendamiento financiero.** El propósito de esta medida es aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero frente a perturbaciones financieras, mantener la estabilidad financiera, evitar disrupciones en el sistema financiero esloveno y reducir la acumulación de riesgos sistémicos. La medida no se prorrogó después del 30 de septiembre de 2021.

## 3.8 Reciprocidad

**En consonancia con el marco de reciprocidad de la JERS, esta institución recomendó la aplicación recíproca de una medida nacional con arreglo al artículo 458, apartado 2, letra d), inciso vi), del RRC por parte del De Nederlandsche Bank (banco central de los Países Bajos).** Esta medida se había previsto inicialmente para 2020, pero fue aplazada hasta el 1 de enero de 2022 como consecuencia de la pandemia de COVID-19. La medida impone a las entidades de crédito que utilizan el método IRB para calcular los requerimientos de capital regulatorio un nivel mínimo de ponderación media de riesgo aplicable a cualquier cartera de exposiciones frente a personas físicas garantizadas por hipotecas sobre inmuebles residenciales situados en los Países Bajos. El nivel mínimo de ponderación media de riesgo exigido para una cartera se define como la media ponderada por exposición de las ponderaciones de riesgo de los préstamos individuales. Para cada exposición individual que se incluye en el ámbito de aplicación de la medida, se asigna una ponderación de riesgo del 12 % a la parte del préstamo que no supere el 55 % del valor de mercado del inmueble que sirve de garantía del préstamo, y se asigna una ponderación de riesgo del 45 % a la parte restante. Los préstamos garantizados por el sistema de garantía hipotecaria nacional (Nationale Hypotheek Garantie o NHG) de los Países Bajos están exentos de la medida. Para evitar fugas y el arbitraje regulatorio, la JERS recomendó la aplicación recíproca de la medida con un umbral de materialidad específico por entidad de 5 mm de euros. Este umbral corresponde a casi el 1 % de la exposición total relevante de todas las entidades que presentan información en los Países Bajos y que están cubiertas por la medida.



**La JERS también recomendó aplicar la reciprocidad de un CRS para todas las exposiciones minoristas frente a personas físicas en Lituania garantizadas por inmuebles residenciales.**

La medida consiste en un CRS sectorial del 2 % para todas las exposiciones minoristas frente a personas físicas residentes garantizadas por inmuebles residenciales. Este colchón es efectivo a partir del 1 de julio de 2022 para todas las entidades de crédito cuya exposición sectorial relevante supere un umbral de materialidad de 50 millones de euros (equivalente al 0,5 % de la exposición sectorial total relevante del sector bancario en Lituania en el segundo trimestre de 2021). La JERS recomendó la aplicación recíproca de la medida con un umbral de materialidad específico por entidad de 50 millones de euros para la exposición sectorial relevante, que es el mismo que se aplica a las entidades de crédito autorizadas en Lituania.

**Antes de la fecha de cierre (31 de marzo de 2022), el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique también notificó a la JERS su solicitud de reciprocidad del CRS sectorial.** El análisis de la solicitud se llevó a cabo después de la fecha de cierre de este informe.

**La BaFin notificó a la JERS su solicitud de reciprocidad con respecto a un CRS sectorial para las exposiciones al sector inmobiliario residencial.** En el caso de las entidades de crédito que utilizan el método IRB, se aplica un CRS sectorial del 2 % a todas las exposiciones frente a personas físicas y jurídicas que están garantizadas por inmuebles residenciales situados en Alemania, mientras que en las entidades que usan el método estándar este porcentaje se aplica a la parte íntegra y totalmente garantizada de esas exposiciones. La medida entrará en vigor el 1 de febrero de 2023. La JERS completará la evaluación de la solicitud de reciprocidad después de la fecha de cierre de este informe.



## 4 Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas

En esta última sección se describen las medidas adoptadas para mejorar la rendición de cuentas de la JERS. En primer lugar, se analiza cómo se evalúa el cumplimiento de las recomendaciones de la JERS examinando los resultados de los procesos de seguimiento llevados a cabo durante el período analizado. En segundo lugar, se da cuenta de la información presentada por la JERS al Parlamento Europeo y se describen algunas de las conferencias y seminarios organizados por la institución durante el período considerado.

### 4.1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS

**Las recomendaciones de la JERS no son legalmente vinculantes, pero están sujetas al mecanismo de «cumplir o explicar» conforme al artículo 17 del Reglamento de la JERS.** Esto significa que los destinatarios de las recomendaciones —como la UE en su conjunto, los Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), las autoridades nacionales, las autoridades designadas, las autoridades de resolución, el BCE, la Junta Única de Resolución (JUR) y la Comisión Europea— están obligados a comunicar al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y a la JERS las medidas que han adoptado para cumplir una recomendación o, en caso de inacción, a justificar adecuadamente el motivo. Es fundamental evaluar el cumplimiento de las recomendaciones de la JERS para que la aplicación de las medidas adoptadas por esta institución sea efectiva. Para realizar dichas evaluaciones de cumplimiento se establecen equipos de evaluación integrados por expertos de las instituciones miembros de la JERS, por lo que la JERS cuenta con el apoyo de estas para llevar a cabo esta labor.

#### 4.1.1 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/8

**El 27 de mayo de 2020, la JERS emitió la Recomendación JERS/2020/8 sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia de COVID-19.** El objetivo de la Recomendación A es asegurar que las autoridades macroprudenciales nacionales vigilen y evalúen las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas adoptadas en relación con el COVID-19 por sus Estados miembros para proteger a la economía real, mientras que en la Recomendación B se establece un marco para que las autoridades macroprudenciales nacionales faciliten periódicamente a la JERS la información necesaria para que esta vigile y evalúe las implicaciones de las medidas nacionales. La JERS publicó un informe de cumplimiento de la Recomendación B en julio de 2021.





En general, el grado de cumplimiento de la Recomendación B por sus destinatarios fue elevado y coherente. La evaluación puso de manifiesto que las autoridades nacionales presentaron periódicamente a la JERS la información necesaria para que esta vigilara y evaluara las implicaciones de las medidas fiscales nacionales para la estabilidad financiera de la UE. Ello permitió a la JERS hacer un seguimiento continuo de dichas implicaciones y publicar, en febrero de 2021, un informe sobre las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo para proteger a la economía real de la pandemia de COVID-19.

#### 4.1.2 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2019/18

El 26 de septiembre de 2019, la JERS emitió la Recomendación JERS/2019/18 relativa al intercambio y la recopilación de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país. Ante el aumento de la prestación de servicios financieros transfronterizos a través de sucursales dentro de la UE, la Recomendación JERS/2019/18 tiene como objetivo potenciar el intercambio y la recopilación de información sobre sucursales a efectos macroprudenciales y de estabilidad financiera. En septiembre de 2021 se completó el informe de cumplimiento sobre la aplicación de la Recomendación A a una fecha intermedia y en octubre de 2021 se publicó el informe resumido de cumplimiento correspondiente.

Aunque las conclusiones generales apuntan a un alto grado de cumplimiento de la Recomendación A, cabe destacar que, en relación con la subrecomendación A(1), durante el período de evaluación (entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020) solo se remitió o recibió un número reducido de solicitudes de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país.

#### 4.1.3 Evaluación del cumplimiento de las Recomendaciones JERS/2019/4 a JERS/2019/9

En 2019, la JERS emitió seis recomendaciones dirigidas a sendos Estados miembros (Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia) para abordar las vulnerabilidades a medio plazo relacionadas con el sector inmobiliario residencial. A partir de la información facilitada por los países destinatarios a 31 de marzo de 2021 y a 31 de octubre de 2021, en el cuarto trimestre de 2021 se llevó a cabo una evaluación y en febrero de 2022 se publicó el informe de cumplimiento correspondiente.

Las conclusiones de la evaluación de cumplimiento son las siguientes: se consideró que Luxemburgo cumplía íntegramente la recomendación recibida, Bélgica, Dinamarca y Suecia la cumplían en su mayor parte, y Finlandia y Países Bajos la cumplían de manera parcial. El grado de cumplimiento de Dinamarca, Finlandia y Suecia se revisó a la baja un nivel con respecto a la evaluación anterior. El equipo de evaluación ya no podía aceptar que el querer evitar los efectos procíclicos derivados de la activación o el endurecimiento de los instrumentos macroprudenciales



al comienzo de la pandemia de COVID-19 fuera un motivo válido y suficiente para no aplicar las recomendaciones.

**Además, a diferencia del informe de cumplimiento anterior, actualmente hay pruebas claras de que se están acumulando riesgos para la estabilidad financiera en el sector inmobiliario residencial y de que las vulnerabilidades podrían verse acentuadas por un crecimiento fuerte de la economía —que aún se espera, pero podría ser inferior debido a la invasión rusa de Ucrania— y por la disminución de la incertidumbre relacionada con la pandemia.** En general, el número de casos de inacción, frente a los de adopción de medidas, disminuyó sustancialmente con respecto al informe de cumplimiento anterior. En la inmensa mayoría de ellos, la inacción se corrigió mediante la aplicación o la activación de las medidas recomendadas tras la atenuación de la crisis del COVID-19.

#### 4.1.4 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2015/1

El objetivo de la **Recomendación JERS/2015/1** es promover un enfoque coherente en toda la Unión para el reconocimiento y la fijación de porcentajes de CCA para exposiciones frente a terceros países, con el fin de proteger al sector bancario de los Estados miembros de la UE de los riesgos asociados a un crecimiento excesivo del crédito al sector privado no financiero en terceros países, así como de garantizar la igualdad de condiciones en la Unión y evitar el arbitraje regulatorio. Está previsto que en el segundo trimestre de 2022 se publique el informe resumido de cumplimiento que abarque las dos fases de evaluación.

El equipo de evaluación señaló que varias subrecomendaciones incluidas en el alcance de esta evaluación no eran aplicables en la práctica, porque las situaciones contempladas como desencadenantes para la adopción de las medidas recomendadas por las autoridades nacionales designadas no se produjeron durante el período analizado (cuya fecha de cierre era el 31 de diciembre de 2020). Sin embargo, en los casos en los que las subrecomendaciones eran aplicables, se consideró que los destinatarios las cumplían en casi todos ellos. Por lo tanto, se concluyó que todos los destinatarios cumplían íntegramente la recomendación general.

#### 4.1.5 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/7, modificada por la Recomendación JERS/2020/15

La JERS emitió la **Recomendación JERS/2020/7** sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (modificada posteriormente por la **Recomendación JERS/2020/15**), en la que pedía a las autoridades pertinentes que solicitaran a las instituciones financieras sujetas a su supervisión que se abstuvieran de tomar cualquier medida que pudiese conllevar la reducción de la cantidad o la calidad de sus fondos propios, a menos que actuaran con extrema cautela al tomar cualquiera de esas medidas y que la reducción resultante no superara el umbral conservador establecido por la autoridad competente. Entre estas medidas se incluyen el reparto de dividendos o el compromiso irrevocable de repartirlos, la recompra de acciones ordinarias y la contracción de la obligación de



pagar una remuneración variable a las personas que asumen riesgos importantes. Actualmente se está evaluando el cumplimiento de la recomendación a partir de la información presentada por los destinatarios, que tenía que ser remitida antes del 15 de octubre de 2021. Está previsto que el informe resumido de cumplimiento se publique en el transcurso de 2022.

#### 4.1.6 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/6

**El 25 de mayo de 2020, la JERS emitió la Recomendación JERS/2020/6 sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía.** El informe de cumplimiento de las Recomendaciones A, B(2), B(3), B(4) y C se completó en noviembre de 2021.

**En conjunto, el grado de cumplimiento de la recomendación fue significativo, al menos con respecto a las disposiciones que debían aplicarse, como tarde, el 30 de noviembre de 2020.** Los resultados de la evaluación muestran cierto grado de homogeneidad entre las distintas jurisdicciones y concentración en algunas de ellas. Parece que la compensación de derivados, bien a través de ECC o biletalmente, es material en algunas jurisdicciones europeas, pero en otras no generaría una preocupación relevante. Ello contribuye a explicar el gran número de casos sobre los que la evaluación concluyó que la inacción se había «explicado suficientemente».

**En general, las respuestas de las autoridades competentes generaron confianza: se detectaron pocos problemas y no se destacó ningún aspecto de posible importancia sistémica.** El cumplimiento de la subrecomendación B(1) y de la subrecomendación D(1) está siendo evaluado actualmente por el equipo de evaluación, que comenzó su trabajo en enero de 2022, tras la presentación de la información por la ESMA y las autoridades competentes. Está previsto que la evaluación se concluya en el tercer trimestre de 2022.

#### 4.1.7 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2016/14, modificada por la Recomendación JERS/2019/3

**El propósito de la Recomendación JERS/2016/14 es que las autoridades macroprudenciales nacionales apliquen un marco para el seguimiento de toda evolución del sector inmobiliario que afecte a la estabilidad financiera sobre la base de las definiciones e indicadores específicos comúnmente acordados.** Tras una primera fase de presentación de información en 2019 y una segunda fase en 2020, la JERS publicó una nota en 2021 en respuesta a los informes provisionales sobre la aplicación de las Recomendaciones A a D, así como un informe de cumplimiento sobre la aplicación de las Recomendaciones A y B.

**La evaluación mostró un alto grado de cumplimiento de las Recomendaciones A y B, en términos tanto de existencia de un marco de seguimiento de riesgos para el sector inmobiliario residencial interno como de disponibilidad de indicadores específicos de riesgo en dicho sector.** A 31 de diciembre de 2021, las autoridades macroprudenciales habían remitido sus informes finales a la JERS conforme a las Recomendaciones C y D, referidas al sector inmobiliario comercial. Al mismo tiempo, la Comisión Europea (Eurostat) remitió un informe



provisional a la JERS sobre la Recomendación F. Esta fase de evaluación del seguimiento de la Recomendación está en marcha y se prevé que concluya en el transcurso de 2022.

#### 4.1.8 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2015/2

**El objetivo de la Recomendación JERS/2015/2 es promover la coordinación de la política macroprudencial en la UE y evitar que los proveedores de servicios financieros eludan las medidas macroprudenciales nacionales.** La Recomendación incluye una lista de medidas de política macroprudencial adoptadas por autoridades pertinentes que se actualiza continuamente y cuya aplicación recíproca recomienda la JERS. La evaluación del seguimiento de la recomendación se inició en el primer trimestre de 2018 a partir de la información facilitada por los destinatarios hasta el 30 de junio de 2017, y el informe de cumplimiento correspondiente se completó en julio de 2021.

**La primera evaluación de la recomendación puso de relieve el amplio abanico de instrumentos macroprudenciales utilizados —y de políticas aplicadas— por los destinatarios para mitigar el riesgo sistémico y aumentar la capacidad de resistencia del sector financiero y, de este modo, promover la estabilidad financiera.** En términos generales, la recomendación ha sido aplicada íntegramente por la mayoría de los destinatarios. La segunda evaluación, basada en la información facilitada por estos hasta el 30 de junio de 2021, aún no ha comenzado.

#### 4.1.9 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2017/6

**El objetivo de la Recomendación JERS/2017/6 sobre los riesgos de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión es abordar los riesgos sistémicos relativos a los desajustes de liquidez y al uso del apalancamiento en estos fondos.** El informe de cumplimiento sobre la aplicación de las Recomendaciones C (pruebas de resistencia) y E (directrices sobre el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE), ambas dirigidas a la ESMA, se concluyó en septiembre de 2021.

**La ESMA mostró un grado de cumplimiento muy elevado de las Recomendaciones C y E.** En cuanto a las Recomendaciones A, B y D, dirigidas a la Comisión Europea, se prevé que la evaluación del grado de cumplimiento concluya en el cuarto trimestre de 2022.

### 4.2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

**En consonancia con sus obligaciones de rendición de cuentas y de información, la presidenta de la JERS comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON, por sus siglas en inglés) del Parlamento Europeo.** Durante el período analizado, la



presidenta de la JERS intervino en una audiencia pública ante la ECON el 1 de julio de 2021, y participó en dos reuniones confidenciales con la presidenta y los vicepresidentes de dicha Comisión para analizar los riesgos para la estabilidad financiera. Todas estas reuniones se celebraron de manera virtual, debido a la pandemia de COVID-19.

**Durante la audiencia pública, la presidenta de la JERS presentó a los miembros del Parlamento Europeo una evaluación de los riesgos para la estabilidad financiera, centrándose en el impacto de la pandemia de COVID-19 en las sociedades no financieras.**

Se informó a los miembros del Parlamento Europeo sobre los informes de la JERS relativos a **la prevención y la gestión de numerosas insolvencias empresariales** y **las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo dirigidas a proteger a la economía real de la pandemia de COVID-19**. Asimismo, la presidenta de la JERS destacó la opinión de la Junta General sobre el camino a seguir con respecto a la recomendación de la JERS sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 y señaló que, si no se producía un deterioro significativo de las condiciones económicas y del sector financiero, dicha recomendación podría expirar al final de septiembre de 2021.

**En su declaración introductoria, la presidenta de la JERS presentó también los principales aspectos de dos informes de la JERS publicados en la fecha de la audiencia:** i) una **Issues note sobre fondos del mercado monetario**, en la que se describen las vulnerabilidades sistémicas del sector y el amplio abanico de opciones de política identificadas para abordarlas (véase sección 2.3.1) y ii) el segundo **informe conjunto del BCE y la JERS sobre el seguimiento de los riesgos climáticos** (véase sección 2.4.1). El **Informe Anual de 2020 de la JERS** también se publicó en esa fecha.

**Asimismo, el vicepresidente de la JERS informó periódicamente al Comité Económico y Financiero sobre la evaluación de los riesgos.** El Comité Económico y Financiero es un comité de la UE creado para promover la coordinación de las políticas entre los Estados miembros. Además, el jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS participan de manera regular en las reuniones de las Juntas de Supervisores de las AES. Por último, en 2021, el jefe de la Secretaría de la JERS participó también en un grupo de trabajo creado por la Comisión Europea con autoridades de la UE y el sector de servicios de compensación para abordar la problemática que plantea la reducción de las exposiciones a las ECC del Reino Unido y facilitar el traspaso de los contratos de derivados denominados en euros u otras monedas de la UE a ECC de la UE.

### 4.3 Conferencias y seminarios de la JERS y presencia en redes sociales

**El 29 de abril de 2021, la JERS organizó un seminario virtual sobre insolvencias empresariales y medidas de apoyo público.** Este seminario se celebró en el contexto de la publicación del **informe de la JERS sobre la prevención y la gestión de numerosas insolvencias empresariales**, y contó con las contribuciones de Pablo Hernández de Cos (gobernador del Banco de España y presidente del Comité Técnico Consultivo —CTC—), Claudia Buch (vicepresidenta del Deutsche Bundesbank, vicepresidenta del CTC y presidenta del grupo de la JERS encargado de elaborar los informes sobre las implicaciones para la estabilidad financiera



de las medidas de apoyo frente al COVID-19 dirigidas a proteger a la economía real) y Ralf Jacob (Comisión Europea, copresidente del grupo de la JERS responsable de la elaboración del informe sobre insolvencias empresariales).

**Los días 15 y 16 de noviembre de 2021, la JERS celebró su reunión anual con el Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores (CEAOB, por sus siglas en inglés) y los auditores legales de las entidades financieras de importancia sistémica mundial (G-SIFI, por sus siglas en inglés) con matriz radicada en la UE.** La **legislación de la UE** dispone que se celebre una reunión para informar a la JERS sobre desarrollos sectoriales o cualquier hecho significativo ocurrido en las G-SIFI. La reunión se celebró a distancia por las restricciones vigentes como consecuencia de la pandemia de COVID-19. El debate se centró en el impacto de la pandemia en las firmas de auditoría y los riesgos potenciales de las auditorías híbridas, así como en las confirmaciones de terceros en el sector de servicios financieros.

**La quinta Conferencia Anual de la JERS se celebró el 8 de diciembre de 2021 de forma virtual y estuvo dedicada al décimo aniversario de la institución.** A la apertura de la conferencia por parte de la presidenta de la JERS, Christine Lagarde, siguieron los discursos pronunciados por Jean-Claude Trichet (gobernador honorario de la Banque de France, antiguo presidente del BCE y antiguo presidente de la JERS) y Mairead McGuinness (comisaria de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales). La conferencia constó de tres sesiones: la primera estuvo presidida por Stefan Ingves (gobernador del Sveriges Riksbank y vicepresidente primero de la JERS) y en ella se analizó una década de política macroprudencial; en la segunda, presidida por Richard Portes (profesor de la London Business School, miembro del CCC y copresidente del grupo de expertos sobre el sector no bancario de la JERS), se abordaron las fragilidades de la intermediación financiera no bancaria y el camino a seguir; y la tercera sesión estuvo presidida por Pablo Hernández de Cos y en ella se debatió sobre el fortalecimiento del sistema financiero pos-COVID-19. Los vídeos de las sesiones están disponibles en el **sitio web de la JERS**. Para conmemorar el décimo aniversario de la institución se produjo un breve vídeo titulado «**Celebrating ten years of the ESRB**».

**Cada año, el CCC concede el Premio Ieke van den Burg en reconocimiento de trabajos de investigación destacados de jóvenes académicos sobre temas relacionados con el mandato de la JERS.** Este premio anual se creó en 2014 en memoria de Ieke van den Burg, miembro del CCC (2011-2014) y del Parlamento Europeo (1999-2009), y en 2021 recayó en Karsten Müller y Emil Verner por el trabajo titulado «Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations».

**Por último, 2021 fue el primer año completo de funcionamiento de la cuenta de la JERS en Twitter, creada para dar a conocer el trabajo y las publicaciones de la institución.** En el anexo puede consultarse una lista de todas las publicaciones realizadas por la JERS durante el período analizado.

**La estructura organizativa de la JERS incluye una Junta General, un Comité Director, un Comité Científico Consultivo (CCC), un Comité Técnico Consultivo (CTC) y una Secretaría.**

En el período analizado, se produjo la elección de François Villeroy de Galhau, gobernador de la Banque de France, como nuevo miembro nacional del Comité Director. Habida cuenta de la expiración de los mandatos de Ignazio Visco, gobernador de la Banca d'Italia, en diciembre de 2021, y de Pierre Wunsch, gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de



Belgique, en marzo de 2022, Mário Centeno, gobernador del Banco de Portugal, y Lars Rohde, gobernador del Danmarks Nationalbank, fueron elegidos nuevos miembros nacionales, por un mandato de tres años a partir del 15 de marzo de 2022. Además, el profesor Stephen Cecchetti sustituyó al profesor Richard Portes como vicepresidente del CCC en marzo de 2021, y la profesora Lorian Pelizzon sucedió a Javier Suarez en la presidencia del CCC en enero de 2022<sup>27</sup>. En marzo de 2022, la Junta General renovó en sus cargos en el CCC a los profesores Thorsten Beck, Lorian Pelizzon y Richard Portes.

**Durante el período considerado, la JERS tenía 17 grupos de trabajo activos.** La Secretaría de la JERS organizó un total de 88 reuniones de la Junta General, el Comité Director, el CCC y el CTC y sus principales subestructuras, que se celebraron a distancia en su totalidad a causa de la pandemia de COVID-19.

**El BCE presta apoyo a la JERS de diversas maneras.** La Secretaría se ocupa del trabajo diario de la JERS. El jefe de la Secretaría es Francesco Mazzaferro y su jefe adjunto, Tuomas Peltonen. De conformidad con el **Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo**, el BCE asegura el funcionamiento de la Secretaría de la JERS, proporcionándole apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. En 2021, el BCE prestó apoyo a la JERS mediante la asignación de 63,4 empleados en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa (FTE, por sus siglas en inglés). De estos, 31,9 FTE trabajaron en la Secretaría y 31,5 se dedicaron a otras funciones de apoyo. Los costes directos incurridos por el BCE ascendieron a 9,9 millones de euros, cifra a la que hay que sumar los costes indirectos de otros servicios de apoyo que la JERS comparte con el BCE (como recursos humanos, tecnologías de la información y administración general). Durante ese período, otras instituciones miembros de la JERS proporcionaron alrededor de 59,3 FTE para prestar apoyo analítico en el marco de los grupos de trabajo de la JERS y de la presidencia de estos grupos.

---

<sup>27</sup> El profesor Javier Suarez pasó entonces a ocupar la vicepresidencia del CCC, junto con Stephen Cecchetti.



# Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2021 y el 31 de marzo de 2022

## Documentos de Trabajo

15/03/2022

**Fluctuating bail-in expectations and effects on market discipline, risk-taking and cost of capital**

29/12/2021

**Life-cycle risk-taking with personal disaster risk**

29/12/2021

**Empirical analysis of collateral at central counterparties**

15/12/2021

**Prudential policy with distorted beliefs**

15/12/2021

**The role of systemic risk spillovers in the transmission of Euro Area monetary policy**

01/12/2021

**Banking networks and economic growth: from idiosyncratic shocks to aggregate fluctuations**

01/10/2021

**Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?**

15/09/2021

**Synthetic Leverage and Fund Risk-Taking**

15/09/2021

**Determinants of the credit cycle: a flow analysis of the extensive margin**

16/08/2021

**A Multi-level Network Approach to Spillovers Analysis: An Application to the Maltese Domestic Investment Funds Sector**





**02/08/2021**

**Risky mortgages, credit shocks and cross-border spillovers**

**15/06/2021**

**Measuring the impact of a bank failure on the real economy: an EU-wide analytical framework**

**01/06/2021**

**Resolving mortgage distress after COVID-19: some lessons from the last crisis**

**01/06/2021**

**A quantitative analysis of the countercyclical capital buffer**

**10/05/2021**

**Investment funds, monetary policy, and the global financial cycle**

**10/05/2021**

**The impact of macroprudential policies on capital flows in CESEE**

#### **Documentos Ocasionales**

**01/09/2021**

**Growth-at-risk and macroprudential policy design**

**01/09/2021**

**The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk**

#### **Informes de la JERS**

**31/03/2022**

**Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector – A Concept Note**

**11/02/2022**

**Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries**

**27/01/2022**

**Mitigating systemic cyber risk**

**25/01/2022**



**Report on the economic rationale supporting the ESRB Recommendation of 2 December 2021 on money market funds and assessment**

**17/12/2021**

**Report of the Analytical Task Force on the overlap between capital buffers and minimum requirements**

**13/12/2021**

**Financial stability implications of IFRS 17 Insurance Contracts**

**01/12/2021**

**Report of the Expert Group on Macroprudential Stance – Phase II (implementation)**

**08/09/2021**

**Monitoring the financial stability implications of COVID-19 support measures**

**30/08/2021**

**EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2021**

**01/07/2021**

**A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2020**

**01/07/2021**

**Climate-related risk and financial stability**

**Data supplement**

**01/07/2021**

**Issues note on systemic vulnerabilities of and preliminary policy considerations to reform money market funds (MMFs)**

**01/06/2021**

**Lower for longer – macroprudential policy issues arising from the low interest rate environment**

**Annex I**

**Annex II**

**01/06/2021**

**JERS – Informe Anual de 2020**



[28/04/2021](#)

[Prevention and management of a large number of corporate insolvencies](#)

[Risk dashboard](#)

[31/03/2022](#)

[ESRB risk dashboard, marzo de 2022 \(número 39\)](#)

[Annex I](#)

[Annex II](#)

[09/12/2021](#)

[ESRB risk dashboard, noviembre de 2021 \(número 38\)](#)

[Annex I](#)

[Annex II](#)

[24/09/2021](#)

[ESRB Risk Dashboard, septiembre de 2021 \(número 37\)](#)

[Annex I](#)

[Annex II](#)

[01/07/2021](#)

[ESRB Risk Dashboard, junio de 2021 \(número 36\)](#)

[Overview note](#)

[Annex I](#)

[Annex II](#)

[06/04/2021](#)

[ESRB Risk Dashboard, marzo de 2021 \(número 35\)](#)

[Overview note](#)

[Annex I](#)

[Annex II](#)



## Pruebas de resistencia

[14/02/2022](#)

**Adverse scenario for the European Securities and Markets Authority's money market fund stress testing guidelines in 2021**

[07/06/2021](#)

**Adverse scenario for the European Securities and Markets Authority's 2021 EU-wide central counterparty stress test**

**Carta dirigida a Anneli Tuominen**

[07/05/2021](#)

**Adverse scenario for the 2021 EU-wide insurance sector stress test coordinated by the European Insurance and Occupational Pensions Authority**

**Carta dirigida a Peter Braumueller**

## Dictámenes

[17/06/2021](#)

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 17 June 2021 regarding Estonian notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2021/5)**

**Informe**

[25/05/2021](#)

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 25 May 2021 regarding French notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2021/4)**

**Informe**

## Informes del Comité Técnico Consultivo (CCC)

[18/01/2022](#)

**Will video kill the radio star? Digitalisation and the future of banking**

[01/12/2021](#)

**On the stance of macroprudential policy**



## Informes de cumplimiento

11/02/2022

**Country-specific Recommendations of the European Systemic Risk Board of 27 June 2019, Part II – Summary Compliance Report**

**Annex III – Implementation standards for country-specific Recommendations**

17/12/2021

**Recomendación JERS/2015/2 – Summary Compliance Report**

19/11/2021

**Recomendación JERS/2020/6 – Summary Compliance Report (Recommendations A, B(2), B(3), B(4) and C)**

13/10/2021

**Recomendación JERS/2017/6 – Compliance Report**

13/10/2021

**Recomendación JERS/2020/4 – Compliance Report**

08/10/2021

**Recomendación JERS/2019/18 – Summary Compliance Report (Recommendation A)**

03/09/2021

**Country-specific Recommendations of the European Systemic Risk Board of 27 June 2019 – Summary Compliance Report**

22/07/2021

**Recomendación JERS/2020/8 – Compliance Report (Recommendation B)**

30/06/2021

**Recomendación JERS/2016/14 – Summary Compliance Report**

## Recomendaciones

11/02/2022

**Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial en Austria (JERS/2021/11)**



**Carta introductoria**

**Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial en Alemania (JERS/2021/10)**

**Carta introductoria**

**Respuesta del Ministerio Federal de Finanzas, Alemania**

**Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes (JERS/2021/17)**

**Declaración pública de las Autoridades Europeas de Supervisión**

**25/01/2022**

**Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre la reforma de los fondos del mercado monetario (JERS/2021/9)**

**Avisos**

**11/02/2022**

**Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Eslovaquia (JERS/2021/16)**

**Carta introductoria**

**Respuesta del Ministerio de Finanzas de la República Eslovaca**

**Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Liechtenstein (JERS/2021/14)**

**Carta introductoria**

**Respuesta del Ministerio de Asuntos Generales del Gobierno y de Finanzas y de la Autoridad de los Mercados Financieros, Liechtenstein**

**Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Hungría (JERS/2021/15)**

**Carta introductoria**

**Respuesta del Secretario de Estado del Ministerio de Finanzas, Hungría**



**Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Croacia (JERS/2021/13)**

**Carta introductoria**

**Respuesta del Ministerio de Finanzas, Croacia**

**Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Bulgaria (JERS/2021/12)**

**Carta introductoria**

**Respuesta del Ministerio de Finanzas, Bulgaria**

**Respuesta del Banco Nacional de Bulgaria**

**Dictámenes**

**16/02/2022**

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 16 February 2022 regarding the existing O-SII buffer pursuant to Article 131 and the Belgian notification of the setting of a systemic risk buffer rate pursuant to Article 133 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2022/2)**

**Informe**

**19/10/2021**

**Opinion of the European Systemic Risk Board of 19 October 2021 regarding Swedish notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2021/8)**

**Informe**

**Respuestas y cartas**

**31/03/22**

**Respuesta de la Secretaría de la JERS a la consulta de la ESMA sobre las medidas APC para las ECC**

**31/03/22**

**Respuesta de la JERS a la consulta de la Comisión Europea relativa a la revisión de la Directiva sobre créditos hipotecarios**



**23/03/2022**

**Carta dirigida al Parlamento Europeo sobre la revisión de la AIFMD**

**23/03/22**

**Carta dirigida al Grupo de Trabajo del Consejo sobre la revisión de la AIFMD**

**23/03/22**

**Respuesta de la JERS a la consulta específica de la Comisión Europea sobre la revisión del marco de compensación centralizada en la UE**

**02/02/22**

**Carta dirigida a los miembros del Parlamento Europeo sobre la revisión de Solvencia II**

**02/02/22**

**Carta dirigida al Grupo de Trabajo del Consejo sobre la revisión de Solvencia II**

**20/01/22**

**Respuesta de la JERS a la consulta de la ESMA sobre la determinación del grado de importancia sistémica de LCH Ltd y de ICE Clear Europe o algunos de sus servicios de compensación**





# Abreviaturas

## Países

<b>BE</b>	Bélgica	<b>HU</b>	Hungría
<b>BG</b>	Bulgaria	<b>MT</b>	Malta
<b>CZ</b>	República Checa	<b>NL</b>	Países Bajos
<b>DK</b>	Dinamarca	<b>AT</b>	Austria
<b>DE</b>	Alemania	<b>PL</b>	Polonia
<b>EE</b>	Estonia	<b>PT</b>	Portugal
<b>IE</b>	Irlanda	<b>RO</b>	Rumanía
<b>GR</b>	Grecia	<b>SI</b>	Eslovenia
<b>ES</b>	España	<b>SK</b>	Eslovaquia
<b>FR</b>	Francia	<b>FI</b>	Finlandia
<b>HR</b>	Croacia	<b>SE</b>	Suecia
<b>IT</b>	Italia	<b>IS</b>	Islandia
<b>CY</b>	Chipre	<b>LI</b>	Liechtenstein
<b>LV</b>	Letonia	<b>UK</b>	Reino Unido
<b>LT</b>	Lituania	<b>NO</b>	Noruega
<b>LU</b>	Luxemburgo	<b>US</b>	Estados Unidos

## Otros

<b>AES</b>	Autoridades Europeas de Supervisión
<b>AIFMD</b>	Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos
<b>ASG</b>	ambientales, sociales y de gobernanza
<b>BaFin</b>	Autoridad Federal de Supervisión Financiera de Alemania (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)
<b>BCE</b>	Banco Central Europeo
<b>CAPE</b>	ratio precio/beneficio ajustada al ciclo
<b>CCA</b>	colchón de capital anticíclico
<b>CCC</b>	Comité Científico Consultivo
<b>CDS</b>	seguro de riesgo de crédito
<b>CRS</b>	colchón contra riesgos sistémicos
<b>CTC</b>	Comité Técnico Consultivo
<b>DeFi</b>	finanzas descentralizadas
<b>DORA</b>	Reglamento sobre la resiliencia operativa digital
<b>DRC</b>	Directiva de Requerimientos de Capital
<b>DSTI</b>	servicio de la deuda sobre ingresos
<b>DTI</b>	deuda sobre ingresos



<b>EBA</b>	Autoridad Bancaria Europea
<b>ECC</b>	entidad de contrapartida central
<b>ECON</b>	Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo
<b>EEE</b>	Espacio Económico Europeo
<b>EIOPA</b>	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
<b>EISM</b>	entidades de importancia sistémica mundial
<b>ESMA</b>	Autoridad Europea de Valores y Mercados
<b>EU-SCICF</b>	marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos
<b>FIA</b>	fondo de inversión alternativo
<b>FMM</b>	fondo del mercado monetario
<b>FTE</b>	puestos de trabajo equivalentes a jornada completa
<b>G-SIFI</b>	entidades financieras de importancia sistémica mundial
<b>IRB</b>	basado en calificaciones internas
<b>JERS</b>	Junta Europea de Riesgo Sistémico
<b>JUR</b>	Junta Única de Resolución
<b>LTV</b>	principal del préstamo/valor de la garantía
<b>MREL</b>	requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos admisibles
<b>MUS</b>	Mecanismo Único de Supervisión
<b>NGFS</b>	Network for Greening the Financial System
<b>NPL</b>	préstamo dudoso
<b>OEIS</b>	otras entidades de importancia sistémica
<b>PIB</b>	producto interior bruto
<b>PRES</b>	proceso de revisión y evaluación supervisora
<b>PSA</b>	sistema de planes de pensiones
<b>RRC</b>	Reglamento de Requerimientos de Capital
<b>SNF</b>	sociedad no financiera
<b>STIR</b>	tipo de interés a corto plazo
<b>TCE</b>	Tribunal de Cuentas Europeo
<b>UE</b>	Unión Europea



© Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2022

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono +49 69 1344 0  
Sitio web [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España y el Banco Central Europeo. En caso de discrepancia, prevalece la versión en inglés del Informe.

La fecha de cierre de los datos incluidos en este Informe fue el 31 de marzo de 2022.

Puede consultarse terminología específica en el [glosario de la JERS](#) (disponible solo en inglés).

PDF ISBN 978-92-9472-271-3, ISSN 1977-5164, doi: 10.2849/117528, DT-AA-22-001-ES-N