

**INFORME DE ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

**11/2018**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema











Fecha de cierre de este Informe: 30 de octubre.

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

© Banco de España, Madrid, 2018

ISSN: 1698-871X (edición electrónica)

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS (\*)

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

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

MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones
MI:	Margen de intermediación
MiFID:	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i> (Directiva relativa a mercados de instrumentos financieros)
mm:	Miles de millones
MREL:	<i>Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities</i>
MUS:	Mecanismo Único de Supervisión
NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera
OFI:	Otros intermediarios financieros
OMC:	Organización Mundial del Comercio
OTC:	<i>Over the counter</i> (mercados no regulados)
pb:	Puntos básicos
PD:	<i>Probability of Default</i> (probabilidad de impago)
PER:	<i>Price Earnings Ratio</i> (relación entre el precio o valor y los beneficios)
PIB:	Producto interior bruto
pp:	Puntos porcentuales
RBD:	Renta bruta disponible
RDL:	Real Decreto Ley
ROA:	<i>Return on Assets</i> (rentabilidad del activo)
ROE:	<i>Return on Equity</i> (rentabilidad de los fondos propios)
SA:	<i>Standardised approach</i> (enfoque estándar)
SPV:	<i>Special Purpose Vehicle</i> (sociedad instrumental)
TARP:	<i>Trouble Assets Relief Program</i> (Programa del Gobierno de Estados Unidos de compra de activos)
TLTRO:	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
UE:	Unión Europea
UEM:	Unión Económica y Monetaria
VAB:	Valor añadido bruto
VABpm:	Valor añadido bruto a precios de mercado
VaR:	<i>Value at Risk</i> (valor en riesgo)

## CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

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

## ÍNDICE

RESUMEN 17

<b>1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS</b>	<b>23</b>	<b>1.1 Mercados financieros</b>	<b>23</b>
		<b>1.2 Entorno macroeconómico</b>	<b>31</b>
<b>2 RIESGOS BANCARIOS, RENTABILIDAD Y SOLVENCIA</b>	<b>39</b>	<b>2.1 Evolución de los riesgos bancarios</b>	<b>39</b>
		<b>2.2 Rentabilidad</b>	<b>66</b>
		<b>2.3 Solvencia</b>	<b>70</b>
		<b>2.4 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español ante escenarios macroeconómicos adversos</b>	<b>76</b>
		<b>2.5 Resultados del ejercicio de estrés a nivel europeo publicados por la Autoridad Bancaria Europea</b>	<b>82</b>
<b>3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL</b>	<b>85</b>	<b>3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas</b>	<b>85</b>
<b>4 ANEJOS</b>	<b>93</b>	<b>Anejo 1. Balance consolidado</b>	<b>93</b>
		<b>Anejo 2. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada</b>	<b>94</b>



## ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

Cuadro 1	Factores de riesgo	18
Gráfico A	Comparación europea de la ratio CET1. Países del MUS y Reino Unido	19
Gráfico B	Variación interanual del crédito y los dudosos del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero	19
Gráfico C	Evolución de los índices bursátiles del sector bancario	19
Gráfico D	Primas de los CDS bancarios a 5 años	19
Gráfico E	Depreciación cambiaria y vulnerabilidad exterior	20
Gráfico F	Flujos de capitales de cartera hacia emergentes	20
Gráfico 1.1	Indicadores de mercados financieros	24
	A Índices de bolsa	
	B Tipos de cambio frente al dólar	
	C Tipos de interés a largo plazo	
	D Diferenciales corporativos	
	E Depreciación cambiaria y vulnerabilidad exterior	
	F Flujos de capitales de cartera hacia emergentes	
	G Índice Eurostoxx. Bancos	
	H Primas de los CDS bancarios a 5 años	
Gráfico 1.2	Evolución economía global	32
	A Crecimiento interanual del PIB economías avanzadas	
	B Crecimiento interanual del PIB economías emergentes	
	C PMI globales	
	D Contribución al crecimiento del comercio	
	E Tipos oficiales economías avanzadas	
	F Tipos de cambio frente al dólar	
Gráfico 1.3	Indicadores de economías emergentes	33
	A Variación (%) de indicadores de emergentes	
	B Flujos de capitales netos a emergentes	
	C EMBI	
	D Tipos oficiales emergentes	
Gráfico 1.4	Crecimiento del PIB, inflación y previsiones	35
	A UEM. Crecimiento del PIB	
	B España. Crecimiento del PIB	
	C UEM. Crecimiento del IAPC	
	D España. Crecimiento del IPC	
Gráfico 1.5	Economía española. Sectores no financieros y sector exterior	36
	A Mercado de trabajo	
	B Mercado inmobiliario. Evolución de los precios de la vivienda	
	C Endeudamiento	
	D Sector público y sector exterior	
Gráfico 2.1	Exposición internacional. Activos financieros	39
Gráfico 2.2	Exposición internacional. Distribución geográfica de los préstamos	40
	A Distribución geográfica de los préstamos	
	B Distribución geográfica de los préstamos por contraparte	
Gráfico 2.3	Exposición internacional. Préstamos. Tasas de variación interanual en euros	40

Gráfico 2.4	Exposición a Turquía y evolución de la cotización del banco con mayor exposición a dicho país	41
	A Valor de la exposición frente a Turquía	
	B Variación de la cotización	
Gráfico 2.5	Exposición internacional. Actividad en moneda local	41
	A Exposición internacional por tipo de moneda	
	B Exposición internacional por tipo de moneda. Distribución geográfica	
Gráfico 2.6	Exposición internacional. Préstamos dudosos	44
	A Evolución de la ratio de préstamos dudosos en el exterior	
	B Evolución del volumen de préstamos dudosos en el exterior	
Gráfico 2.7	Crédito al sector privado residente. Tasa de variación interanual	45
	A Tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente por sectores institucionales	
	B Tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente por sectores de actividad	
	C Tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente por sectores institucionales y de actividad	
Gráfico 2.8	Crédito al sector privado residente	50
	A Distribución de la tasa de variación del crédito a construcción y actividades inmobiliarias	
	B Distribución de la tasa de variación del crédito al sector privado residente excluyendo a las actividades inmobiliarias y de construcción	
Gráfico 2.9	Crédito a empresas no financieras	51
	A Tasa de variación interanual del crédito, por tamaño de empresa	
	B Composición del crédito a PYMEs, por tamaño de empresa	
Gráfico 2.10	Crédito nuevo concedido al sector privado residente	52
	A Crédito nuevo en el primer semestre, por sector institucional	
	B Crédito nuevo concedido, acumulado en cada año	
	C Importe de nuevas operaciones en el primer semestre a empresas no financieras, por tamaño	
	D Crédito nuevo concedido, acumulado en cada año a empresas grandes y PYMEs	
Gráfico 2.11	Condiciones de financiación	53
	A Tasas de aceptación de los créditos solicitados	
	B Tipos de interés (TAE) de nuevas operaciones	
	C Ratio <i>loan-to-value</i> de los nuevos préstamos hipotecarios	
	D Distribución de la ratio <i>loan-to-value</i> de los nuevos préstamos hipotecarios	
Gráfico 2.12	Activos dudosos del sector privado residente	56
	A Activos dudosos. Evolución por sector de actividad	
	B Tasa de variación interanual de los activos dudosos por sectores de actividad	
	C Distribución de la tasa de variación del crédito dudoso	
	D Distribución de la tasa de variación del crédito dudoso excluyendo actividades inmobiliarias y de construcción	
Gráfico 2.13	Evolución de los activos dudosos del sector privado residente entre diciembre de 2013 y junio de 2018	57
Gráfico 2.14	Ratio de dudosos del sector privado residente	58
	A Ratio de dudosos	
	B Ratio de dudosos, por sectores de actividad	
Gráfico 2.15	Ratio de dudosos del crédito a empresas no financieras	59
	A Ratio de dudosos del crédito, por tamaño de empresa	
	B Variación interanual de la ratio de dudosos	
Gráfico 2.16	Evolución de los activos adjudicados entre diciembre de 2011 y diciembre de 2017	60

- Gráfico 2.17 Riesgo sistémico 61**
- A Indicador de riesgo sistémico (IRS)
  - B Contribución de los bancos españoles al riesgo sistémico medido a través del CoVaR
- Gráfico 2.18 Financiación mayorista 62**
- A Volumen de negociación del Eonia
  - B Balance del Eurosistema y exceso de liquidez
  - C Saldo vivo de las subastas del Eurosistema
  - D Principales emisiones de las entidades de depósito españolas en los mercados mayoristas de medio y largo plazo
- Gráfico 2.19 Exposición internacional. Pasivos financieros. Depósitos 64**
- Gráfico 2.20 Exposición internacional. Distribución geográfica de los depósitos 64**
- A Distribución geográfica de los depósitos
  - B Distribución geográfica de los depósitos por contraparte
- Gráfico 2.21 Financiación minorista 65**
- A Variación de los depósitos de hogares y sociedades no financieras y tipos de interés de los saldos vivos
  - B Evolución relativa de la ratio crédito-depósitos
  - C Patrimonio de los fondos de inversión
  - D Contribución a la variación del patrimonio neto de los fondos de inversión de la rentabilidad y de las suscripciones netas
- Gráfico 2.22 Rentabilidad a nivel consolidado 66**
- A Descomposición de la variación del resultado consolidado atribuido a la entidad dominante en junio de 2018 con respecto a junio de 2017
  - B Porcentaje sobre ATM de las pérdidas por deterioro de activos financieros
- Gráfico 2.23 Comparación europea de medidas de rentabilidad. Países del MUS y Reino Unido 67**
- A Rentabilidad sobre fondos propios
  - B Rentabilidad sobre activos
  - C Ratio de eficiencia
- Gráfico 2.24 Rentabilidad 68**
- A Ingresos y costes financieros y margen de intereses
  - B Comisiones netas. Importes y porcentaje sobre margen bruto
  - C Distribución de comisiones netas
  - D Empleados y oficinas. 2002 – 2018
- Gráfico 2.25 Información de mercado 69**
- A Evolución de los índices bursátiles del sector bancario
  - B Cociente entre el valor de mercado y el valor en libros (*price to book value*) del sector bancario
- Gráfico 2.26 Ratios de capital 70**
- Gráfico 2.27 Composición de los fondos propios y de los activos ponderados por riesgo 71**
- A Niveles de capital y de exposición al riesgo
  - B Composición de los fondos propios
  - C Composición de la ratio de capital ordinario de nivel 1 sobre activos ponderados por riesgo
  - D Composición de los activos ponderados por riesgo
- Gráfico 2.28 Comparación europea de medidas de solvencia. Países del MUS y Reino Unido 73**
- A Ratio CET1
  - B Ratio de Tier 1
  - C Ratio de capital total
  - D Ratio de apalancamiento

<b>Gráfico 2.29</b>	<b>Evolución histórica de los ratios de capital</b>	<b>74</b>
	A Evolución histórica de los ratios de capital de nivel 1 y de capital total	
	B Descomposición de la variación de la ratio de CET1 entre junio de 2014 y junio de 2018. Variación del numerador y denominador	
	C Descomposición de la variación de la ratio de CET1 entre junio de 2014 y junio de 2018. Porcentaje sobre activos ponderados por riesgo	
<b>Gráfico 2.30</b>	<b>FLESB</b>	<b>77</b>
	A Previsión de tasas de variación interanual del PIB bajo el escenario base y adverso	
	B Previsión de la tasa de desempleo bajo el escenario base y adverso	
	C Previsión de tasas de variación interanual del precio de la vivienda bajo el escenario base y adverso	
	D Previsión del tipo interbancario a tres meses bajo el escenario base y adverso	
<b>Gráfico 2.31</b>	<b>Escenario estrés test de liquidez. Porcentaje de salidas de fondos por tipo de depósito y escenario</b>	<b>78</b>
<b>Gráfico 2.32</b>	<b>Impacto en ratio CET1 FL. Entidades con actividad internacional significativa</b>	<b>80</b>
	A Escenario base	
	B Escenario adverso	
<b>Gráfico 2.33</b>	<b>Impacto en ratio CET1 FL. Resto de entidades MUS</b>	<b>80</b>
	A Escenario base	
	B Escenario adverso	
<b>Gráfico 2.34</b>	<b>Impacto en ratio CET1 FL. Entidades menos significativas</b>	<b>81</b>
	A Escenario base	
	B Escenario adverso	
<b>Gráfico 2.35</b>	<b>Impacto sobre la ratio LCR</b>	<b>82</b>
	A Entidades bajo supervisión MUS	
	B Entidades menos significativas	
<b>Gráfico 2.36</b>	<b>Resultados del ejercicio de estrés de la ABE</b>	<b>83</b>
	A Escenario base	
	B Escenario adverso	
<b>Gráfico 2.37</b>	<b>Comparativa por países del resultado del ejercicio de estrés de la ABE</b>	<b>83</b>
<b>Gráfico 3.1</b>	<b>Niveles del mapa de indicadores</b>	<b>85</b>
<b>Gráfico 3.2</b>	<b>Mapa de indicadores por subcategorías</b>	<b>86</b>
<b>Gráfico 3.3</b>	<b>Brecha de crédito-PIB</b>	<b>87</b>
	A Ratio de crédito-PIB y su tendencia de largo plazo	
	B Variación de la brecha de crédito-PIB por componentes	
<b>Gráfico 3.4</b>	<b>Indicadores complementarios para decisiones del CCA</b>	<b>89</b>
	A Indicadores de desequilibrio de precios de la vivienda	
	B Balanza por cuenta corriente	
	C Intensidad del crédito	
	D Endeudamiento del sector privado	

## ÍNDICE DE RECUADROS

- Recuadro 1.1 Factores explicativos del reducido nivel de la pendiente de la curva de tipos de interés en EE.UU. y Alemania 25
- A Diferencial entre el tipo a 10 años y a 1 año
  - B Tipos de interés. Estados Unidos
  - C Tipos de interés. Alemania
  - D Prima de riesgo por plazo estimada
  - E Expectativas de tipos de interés. Estados Unidos
  - F Expectativas de tipos de interés. Alemania
- Recuadro 1.2 La incertidumbre política en Italia y su repercusión en los mercados financieros 28
- A Rentabilidad deuda soberana de Italia
  - B Italia. Balanza de pagos. Inversión de cartera
  - C Adquisiciones de deuda pública doméstica de la banca italiana
  - D Tipos de interés soberanos a diez años
  - E Sensibilidad entre riesgo soberano y bancario
  - F Sensibilidad del riesgo de España a cambios en el riesgo de Italia
- Recuadro 2.1 Situación económico-financiera de Turquía 42
- A PIB y contribuciones a su crecimiento
  - B Posición exterior
  - C Turquía: tipos de interés oficiales
  - D Turquía: inflación y tipos de cambio
- Recuadro 2.2 Análisis de la evolución reciente del crédito al consumo 47
- A Evolución de los componentes del crédito al consumo
  - B Descomposición de la ratio de morosidad del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero
  - C Descomposición de la ratio de morosidad del crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes
  - D Ratio de morosidad de los componentes del crédito al consumo
  - E Variación interanual de los componentes del crédito al consumo
  - F Variación interanual de los dudosos de los componentes del crédito al consumo
  - G Variación interanual del crédito al consumo en los principales países de la zona euro
  - H Tipos de interés de nuevas operaciones en los principales países de la zona euro
- Recuadro 2.3 Nuevas empresas en el mercado inmobiliario: las SOCIMIs 54
- A Nuevas operaciones de emisión de acciones en España
  - B Apalancamiento y CAPEX de SOCIMIs y otros sectores cotizados
- Recuadro 2.4 Requerimientos de MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities, Requerimientos mínimos de recursos propios y pasivos elegibles*) 75
- Recuadro 3.1 Modelos analíticos para la evaluación del riesgo sistémico cíclico 90
- A Estimaciones de desequilibrios de crédito en España. Modelos analíticos y brecha de Basilea



## RESUMEN

### 1 Rasgos Principales

Desde la publicación del anterior Informe de Estabilidad Financiera, IEF, los riesgos claramente han aumentado. En particular, factores como la intensificación de las tensiones comerciales; la normalización de la política monetaria en Estados Unidos; el aumento de la incertidumbre política y económica en Italia; la falta de acuerdo en la negociación para la salida del Reino Unido de la Unión Europea y una apreciación continuada del dólar y el euro frente a las divisas de los países emergentes que haría a los mercados de estos países más vulnerables, podrían conducir a una reevaluación brusca de las primas de riesgo provocando un endurecimiento adicional de las condiciones financieras.

A pesar de esta situación, la economía española ha mantenido su fase expansiva, si bien mostrando una tendencia a la moderación en su crecimiento. De hecho, las previsiones de dicho crecimiento han sido revisadas ligeramente a la baja (últimas previsiones de septiembre), de forma que el ritmo de expansión de la actividad en términos de crecimiento del PIB se sitúan en la actualidad en el 2,6 % para 2018, 2,2 % en 2019 y 2 % en 2020. En lo que respecta a la tasa de paro, ésta ha continuado descendiendo (14,6 % en el tercer trimestre de 2018) aunque mostrando cierta moderación respecto a la tendencia a la baja mostrada en trimestres anteriores. La situación patrimonial de familias y empresas no financieras ha continuado mejorando y sus niveles de endeudamiento han seguido disminuyendo.

Sin embargo, dado el predominio de la financiación a corto plazo y/o a tipos variables, dicha situación podría verse deteriorada de materializarse un escenario de endurecimiento de las condiciones financieras que no fuera acompañado por una mejora en las rentas de familias y empresas no financieras. Además, los niveles de endeudamiento de las AAPP y del conjunto de la economía frente al exterior siguen siendo altos, lo que eleva la vulnerabilidad de la economía española frente a evoluciones futuras adversas de la actividad o de las condiciones de financiación.

Las entidades de depósito españolas en el primer semestre de 2018 han mantenido la tendencia mostrada en periodos anteriores. En comparación con los primeros seis meses de 2017, el resultado consolidado ha crecido un 12,5 % situándose por encima de los 10.000 millones de euros, siendo el principal determinante de esta mejora la continuada reducción de las pérdidas por deterioro de activos, puesto que la parte alta de la cuenta de resultados sigue estando condicionada por los estrechos márgenes, en un entorno de bajos tipos de interés. En términos de actividad, ésta sigue reduciéndose de forma que, el activo total consolidado descendió ligeramente, un 0,5 % inferior al nivel observado en junio de 2017. El crédito al sector privado residente en España continúa contrayéndose (-2,9 % respecto a junio de 2017), afectado por la caída en el volumen de activos dudosos, un 26,7 % menos que el existente en junio de 2017. Desde el valor máximo de activos dudosos observado a finales de 2013, este se ha reducido en más de 114 mil millones (mm) de euros, lo que supone una caída de algo más del 60 % desde entonces, con una ratio de morosidad situada en el 6,4 % en junio de 2018, 7,5 puntos porcentuales menos que la máxima alcanzada.

En fuerte contraste con la atonía crediticia en términos agregados, ciertos segmentos del negocio han mostrado un fuerte crecimiento, como es el caso del crédito al consumo para adquisición de bienes duraderos. Si bien este tipo de crédito ha mostrado cierta moderación en su tasa de crecimiento interanual, 23 % en junio de 2018 frente al 28 % en marzo de 2018 y el 27 % en diciembre de 2017, la morosidad se ha acelerado sustancialmente (crecimiento interanual del 22,6 % en junio de este año).

En términos de solvencia, la ratio de capital ordinario de nivel 1, CET1, se situó en el mismo nivel que en junio del año anterior, 11,9%. En este sentido, el ejercicio de estrés realizado por la Autoridad Bancaria Europea, ABE, y la evaluación prospectiva de carácter interno realizada por el Banco de España, muestran una considerable capacidad de resistencia de las entidades de depósito españolas ante la potencial materialización de un escenario macroeconómico adverso. Aunque el nivel de la ratio de capital se encuentra claramente por encima de los mínimos regulatorios, en la comparativa internacional de solvencia, tanto con los países de la Unión Bancaria como del resto de la Unión Europea, las entidades españolas muestran niveles reducidos de sus ratios de capital. Esto refleja, en buena medida, el proceso de saneamiento de los balances bancarios llevado a cabo y la mayor densidad de sus activos (cociente entre los activos ponderados por riesgo y la exposición total). En cualquier caso, desde 2014, fecha de entrada en vigor de los requerimientos de CET1, los de mayor calidad, las entidades españolas solo han aumentado dicha ratio en 30 puntos básicos. Se pone de manifiesto, por tanto, la necesidad de que las entidades españolas adopten estrategias de refuerzo de su capital.

## 2 Factores de Riesgo

A continuación se identifican los principales factores de riesgo para la estabilidad del sistema bancario español:

### FACTORES DE RIESGO (a)

### CUADRO 1

1	Compresión del margen de negocio de las entidades de depósito en un entorno de reducidos tipos de interés, lo que aumenta la propensión hacia la búsqueda de alternativas de negocio más rentables y más arriesgadas.	
2	Posible incremento en la incertidumbre económica y geopolítica y/o la intensificación de las tensiones comerciales que puede conducir a un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel internacional materializado en una reevaluación de las primas de riesgo, con impacto en el valor de los activos financieros y en la sostenibilidad de la deuda de los agentes económicos.	
3	Deterioro ulterior en la situación económica y financiera de los mercados emergentes con potencial impacto en los resultados de aquellas entidades financieras más expuestas en estos mercados.	

FUENTE: Banco de España.

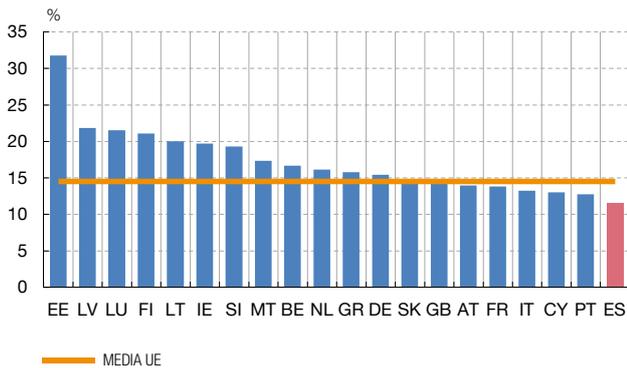
a La graduación de colores del anterior cuadro debe entenderse de la siguiente manera: el color verde denota una situación de ausencia de riesgo, el color amarillo indica riesgo bajo, el naranja riesgo medio y el rojo riesgo alto. El horizonte temporal para el que se definen los anteriores riesgos queda establecido por la frecuencia del IEF, esto es, tiene vigencia semestral. Las flechas indican si el riesgo ha aumentado, se ha mantenido estable, o ha disminuido recientemente.

Estos factores de riesgo presentan un alto grado de interrelación entre ellos, por lo que la materialización de uno de ellos puede producir la activación de cualquier otro.

#### 2.1 COMPRESIÓN DE MÁRGENES EN LA CUENTA DE RESULTADOS QUE INCENTIVA LA TOMA DE RIESGOS

Los bajos tipos de interés y la evolución de la actividad continúan condicionando el margen de intermediación de las entidades de depósito españolas, en particular en el negocio doméstico. La importante mejora en las pérdidas por deterioro registradas, es lo que ha permitido a las entidades seguir incrementando el resultado final de su cuenta de pérdidas y ganancias. Dicho incremento facilita el reforzamiento de sus niveles de solvencia de forma que puedan acercarse a aquellos en los que se encuentran las entidades de otros países de la zona euro (gráfico A).

**A COMPARACIÓN EUROPEA DE LA RATIO CET1. PAÍSES DEL MUS Y REINO UNIDO**  
Junio de 2018



**B VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO Y LOS DUDOSOS DEL CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO**  
Entidades de depósito



FUENTES: Banco de España y Autoridad Bancaria Europea.

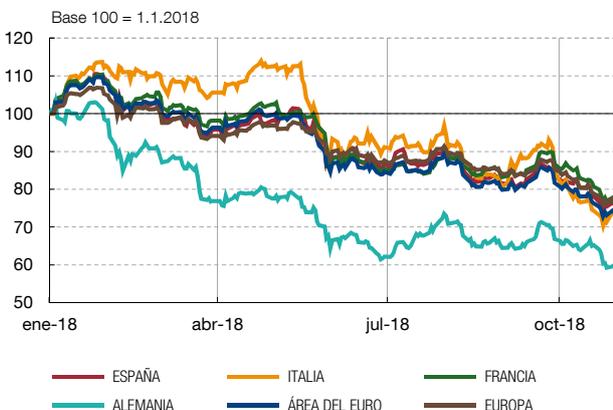
Además de mejorar la posición relativa en términos de capital, el aumento del CET1 contribuiría también a cumplir con los requerimientos de MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*) que las entidades españolas tendrán que satisfacer de manera progresiva en los próximos años.

Adicionalmente, como consecuencia en parte de la evolución de la demanda de crédito, así como de la búsqueda de segmentos de negocio más rentables, se han producido crecimientos elevados en el crédito al consumo para adquisición de bienes duraderos (gráfico B). El crecimiento muy rápido del crédito suele llevar aparejado un mayor riesgo, aunque éste tarde cierto tiempo en manifestarse. De hecho, los niveles de morosidad se han incrementado recientemente, lo que exigirá que las entidades provisionen adicionalmente el aumento de la morosidad, y revisen la sostenibilidad de su tasa de expansión en este segmento de negocio y si los criterios de concesión de las nuevas operaciones se ajustan al perfil de riesgo a medio plazo que desean para su cartera de crédito.

**2.2 INCERTIDUMBRE ECONÓMICA, GEOPOLÍTICA Y TENSIONES COMERCIALES**

El alto grado de incertidumbre económica, política y el rebrote de las tensiones comerciales constituyen un riesgo de potencial deterioro de las condiciones financieras a nivel internacional. La situación económica y fiscal en Italia, que, hasta la fecha, no ha tenido una repercusión significativa en España, una nueva escalada de medidas proteccionistas, o un

**C EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES DEL SECTOR BANCARIO**

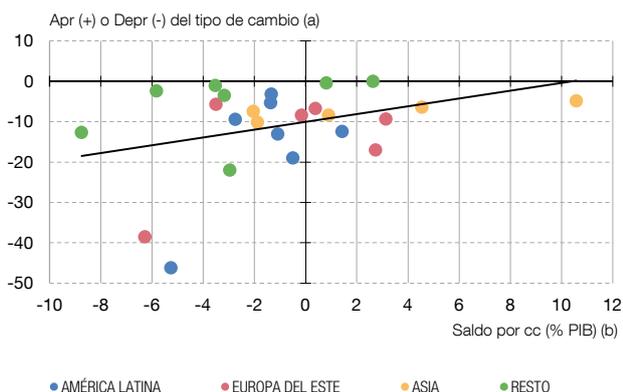


**D PRIMAS DE LOS CDS BANCARIOS A 5 AÑOS**

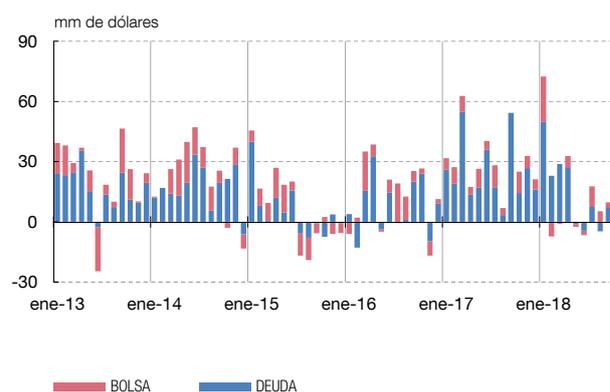


FUENTE: Datastream.

### E DEPRECIACIÓN CAMBIARIA Y VULNERABILIDAD EXTERIOR



### F FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA EMERGENTES



FUENTE: IIF.

- a Depreciación entre el 1 de abril y el 10 de septiembre de 2018.
- b Saldo de la balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB en el primer trimestre de 2018.

repunte de los tipos de interés mayor de lo esperado en Estados Unidos, podrían provocar un mayor tensionamiento de las condiciones de financiación a nivel internacional con impacto final en la posición financiera de familias, empresas y soberano, y el consiguiente impacto negativo sobre los bancos. Repuntes de la incertidumbre en los meses pasados han conducido a una valoración negativa por parte del mercado con la corrección consiguiente en las cotizaciones bursátiles (gráfico C), así como un incremento del coste de la financiación vía incrementos de las primas de riesgo (gráfico D). Además, en el contexto europeo, las negociaciones sobre el Brexit siguen en marcha, pero existe una clara indefinición sobre su resultado final. Una salida sin acuerdo podría tener un impacto económico muy adverso en el Reino Unido y, en consecuencia, en las empresas allí radicadas, con potenciales repercusiones sobre la continuidad de algunos contratos financieros. A lo anterior se le añade a nivel doméstico la incertidumbre sobre la orientación futura de las políticas económicas en el contexto de la fragmentación parlamentaria española y un eventual repunte de las tensiones políticas en Cataluña.

### 2.3 EMPEORAMIENTO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LOS MERCADOS EMERGENTES

Una intensificación de los riesgos políticos y económicos que afectan a las economías emergentes en un entorno actual de ralentización del comercio mundial afectado por las tensiones proteccionistas creadas, con un escenario cambiario y de flujos de capitales poco favorable (gráficos E y F), podría afectar directamente al nivel de actividad de los países emergentes y materializarse, finalmente, en un deterioro de las condiciones de financiación de las entidades con actividad en dichos países.

Desde el anterior IEF, en Turquía y Argentina, dos países con un nivel de dependencia financiera exterior elevada, se han materializado parte de dichos riesgos, aunque de momento no parece que sus problemas idiosincrásicos se hayan contagiado a otras economías emergentes de mayor tamaño, a las que el sistema bancario español tiene mayor exposición.

En términos generales, se puede decir que el riesgo sobre la generación de resultados bancarios se ha mantenido estable en un entorno de evolución de la actividad económica aún globalmente positiva, mientras que los otros dos riesgos (repreciación de activos y evolución de economías emergentes) han aumentado recientemente, dadas las tensiones comerciales existentes y la incertidumbre económica y geopolítica.

Como es habitual, los riesgos comentados anteriormente se tratan en mayor detalle a lo largo de este Informe buscando mostrar su interrelación e impacto en el sistema financiero, en particular en el bancario, y su potencial repercusión en el riesgo de crédito, el más relevante para las entidades de depósito españolas, su cuenta de resultados y su posición de solvencia.

### **3 Análisis y Política Macroprudencial**

El capítulo 3 describe la orientación de la política macroprudencial seguida por el Banco de España en los últimos meses. Además de la descripción y análisis del mapa de riesgos sistémicos y las decisiones de política macroprudencial tomadas en función de los principales indicadores utilizados, este capítulo presenta ciertos modelos alternativos para la evaluación del riesgo sistémico cíclico (Recuadro 3.1) que pudieran usarse como complemento para guiar la decisión respecto al nivel del colchón de capital anticíclico, CCA, que en la actualidad es gobernada por la brecha crédito-PIB y que evidencia ciertos problemas metodológicos que se acentúan en países que han atravesado recientemente un ciclo crediticio muy pronunciado, como es el caso de España.



## 1 RIESGOS MACROECONÓMICOS Y MERCADOS FINANCIEROS

### 1.1 Mercados financieros

Las condiciones financieras globales han tendido a endurecerse, especialmente en las economías emergentes condicionadas por la normalización de la política monetaria de Estados Unidos

Desde el anterior Informe de Estabilidad Financiera, publicado en mayo de 2018, se ha observado un cierto endurecimiento de las condiciones financieras globales, que ha tenido mayor intensidad en las economías de los mercados emergentes (EME). Esta evolución ha estado condicionada principalmente por la normalización de la política monetaria en EEUU y por el rebrote de las tensiones comerciales. En Europa otros factores que han tenido una repercusión negativa sobre las condiciones financieras han sido la incertidumbre política en Italia y la falta de avance en las negociaciones respecto a la salida del Reino Unido de la Unión Europea (gráfico 1.1.A). Hasta finales de septiembre, las cotizaciones de las bolsas de Estados Unidos mantuvieron un tono muy favorable pese a la ligera intensificación del proceso de normalización de la política monetaria y la creciente amenaza del proteccionismo. Sus índices alcanzaron nuevos máximos, liderados especialmente por los precios de las acciones de las empresas del sector tecnológico. Sin embargo, en octubre los índices de las bolsas de Estados Unidos mostraron fuertes caídas y un repunte de la volatilidad ante el incremento de los tipos de interés a largo plazo y el deterioro de las previsiones de beneficios empresariales, que se vieron influidas por el mayor proteccionismo.

El proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el tono expansivo de su política fiscal se reflejaron en un fortalecimiento generalizado del dólar. Así, el dólar se apreció frente al euro, el yen y la libra, así como frente a la práctica totalidad de divisas de las EME, cuyas depreciaciones frente al dólar superaron los dos dígitos en Turquía, Argentina o Brasil (gráfico 1.1.B). Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública a 10 años de Estados Unidos se situaba por encima del 3% a fecha de cierre de este informe (gráfico 1.1.C). A pesar de ello, la curva de tipos de interés en dicha economía continuó aplanándose, algo que, en ocasiones se ha interpretado como un indicador adelantado de futuras recesiones (véase Recuadro 1.1). En cualquier caso, los diferenciales de deuda corporativa se han mantenido relativamente estables y, los de las empresas de mayor riesgo, muy por debajo de su media histórica (gráfico 1.1.D).

El deterioro de las condiciones en los mercados emergentes ha sido especialmente acusado en Argentina y Turquía...

Las condiciones en la mayoría de las EME experimentaron un deterioro, especialmente a partir de abril, influidas por los mayores tipos de interés en Estados Unidos, el debilitamiento de sus monedas frente al dólar y las crecientes tensiones comerciales. Los países más afectados fueron aquellos con mayores desequilibrios exteriores y mayores necesidades de financiación en moneda extranjera, entre ellos Argentina y Turquía (gráfico 1.1.E). Durante los últimos meses se produjeron dos importantes episodios de volatilidad: el primero en junio tras el anuncio de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos a China, y el segundo a finales de julio, dado el deterioro adicional de las EME tras las fuertes depreciaciones cambiarias de Argentina y Turquía. Esta inestabilidad de las EME también se tradujo en un freno a las entradas netas de capitales (gráfico 1.1.F).

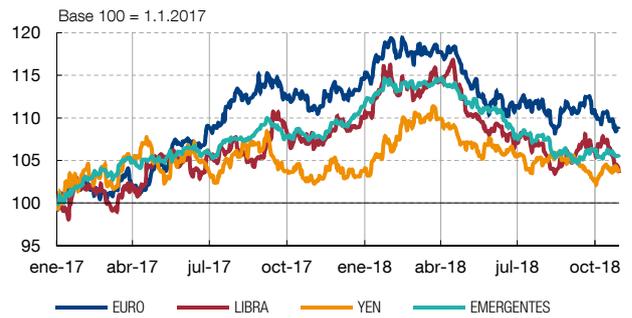
... lo que tuvo un impacto negativo sobre los precios de las acciones de los bancos europeos expuestos a estas economías

La banca europea también se vio afectada negativamente por las turbulencias en las EME. Así, los precios de las acciones de los bancos europeos con mayor exposición a estos países cayeron con mayor intensidad desde finales de julio hasta la primera semana de septiembre, en comparación con los de las acciones de los bancos menos expuestos (13,5% frente al 8,1%, gráfico 1.1.G). Durante las semanas siguientes, han continuado los descensos, aunque estos han sido de similar magnitud para los dos grupos de bancos, en un contexto de mayor aversión al riesgo a nivel global. Pese al fuerte deterioro de las economías argentina y turca, el contagio de estas turbulencias, tanto hacia el resto de economías emergentes como hacia las desarrolladas, parece contenido por el momento.

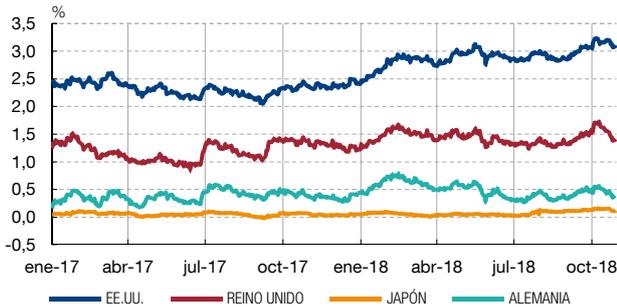
A ÍNDICES DE BOLSA



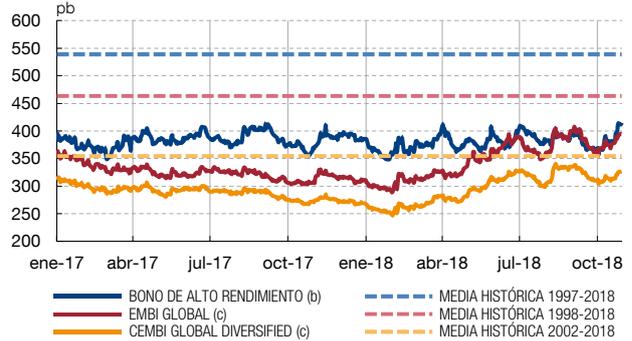
B TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



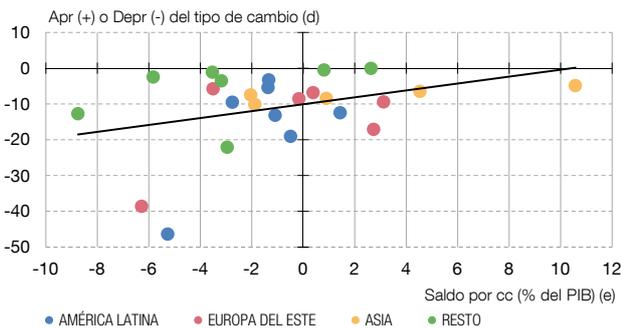
C TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



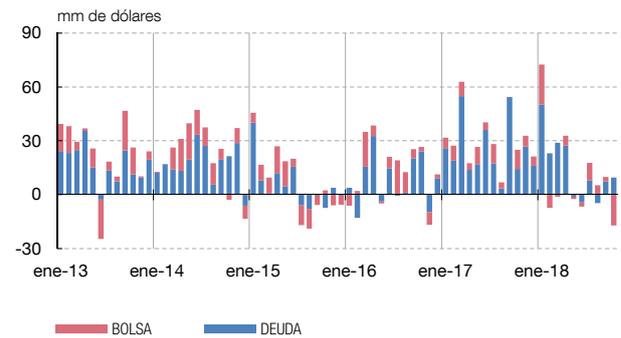
D DIFERENCIALES CORPORATIVOS



E DEPRECIACIÓN CAMBIARIA Y VULNERABILIDAD EXTERIOR



F FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA EMERGENTES



G ÍNDICE EUROSTOXX. BANCOS



H PRIMAS DE LOS CDS BANCARIOS A 5 AÑOS



FUENTES: Datastream, JP Morgan y IIF.

- a Valores superiores a 100 indican depreciaciones del dólar respecto al 1 de enero de 2017.
- b Diferencial del bono corporativo Merrill Lynch con calificación «B» frente al Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años.
- c El EMBI (Emerging Markets Bond Index) Global y el CEMBI (Corporate Emerging Markets Bond Index) Board Diversified son índices elaborados por JP Morgan. El EMBI mide el riesgo-país del conjunto de los países emergentes y representa el diferencial del tipo de interés de la deuda soberana de los países emergentes en dólares con respecto al tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años. El CEMBI mide el riesgo corporativo del conjunto de los países emergentes y representa el diferencial del tipo de interés de la deuda corporativa de los países emergentes en dólares con respecto al tipo de interés de la deuda corporativa norteamericana.
- d Depreciación entre el 1 de abril y el 10 de septiembre de 2018.
- e Saldo de la balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB en el primer trimestre de 2018.

En la parte transcurrida de 2018, se ha observado un aplanamiento de la curva de tipos de interés en Estados Unidos, de modo que el diferencial entre la rentabilidad a 10 años y la correspondiente al plazo a 1 año se sitúa por debajo de los 100 pb (gráfico A). Este fenómeno ha sido objeto de atención por parte de los analistas, pues con frecuencia las crisis económicas han venido precedidas por una inversión de la pendiente de la curva (esto es, cuando el diferencial entre los tipos a largo plazo y los de corto plazo se vuelve negativo)<sup>1</sup>. De hecho, tanto la crisis de 2001 como la de 2008 se produjeron tras una de estas inversiones de la curva. A pesar de que el debate entre los expertos se ha concentrado en Estados Unidos<sup>2</sup>, en la UEM dicho diferencial también se sitúa en unos valores reducidos, dada la posición cíclica actual de la economía en esta área, especialmente en el caso de los emisores con mejor calificación crediticia, como Alemania, aunque relativamente estables desde 2015.

Sin embargo, existen diferencias en la forma en la que se han alcanzado cotas reducidas de la pendiente de la curva de tipos de interés en ambas áreas económicas, que están fundamentalmente ligadas a las divergencias entre las respectivas políticas monetarias, con un endurecimiento progresivo en el primer caso y un tono acomodaticio en el segundo. Así, en el caso de EE.UU., el tipo de interés a 10 años lleva oscilando entre el 2 % y el 3 % desde mediados de 2011, con una ligera subida en el último año, que los ha situado por encima del 3,1 %. Por su parte, el proceso de progresiva normalización de la política monetaria de la Reserva Federal ha llevado a que el tipo a 1 año subiera de forma significativa desde los niveles próximos al 0 % que se observaban en 2014, a valores netamente superiores al 2 % en las últimas fechas (véase gráfico B). El resultado de unos tipos de interés de largo plazo en niveles relativamente bajos teniendo en cuenta la situación cíclica actual de la economía y de unos tipos de interés a corto plazo con tendencia creciente ha llevado a que el diferencial entre ambos se encuentre por debajo de los 50 pb por primera vez desde 2007<sup>3</sup>.

En el área euro, el tipo de interés a corto plazo lleva en valores próximos o por debajo de cero desde 2012, y no se ha producido una tendencia creciente en el período reciente, porque, a diferencia de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo ha mantenido hasta ahora una política monetaria muy acomodaticia. En este caso, el diferencial entre los tipos de interés a largo y a corto plazo se ha comprimido como consecuencia de la bajada de las rentabilidades en el tramo largo de la curva. Así, en Alemania, esta referencia que ya se encontraba en niveles históricamente bajos en el entorno del 2 % en 2012 y 2013, se redujo adicionalmente desde comienzos del 2014, coincidiendo con la intensificación de la política monetaria expansiva que llevó las rentabilidades de los bonos a valores inferiores al 0,5 % (véase gráfico C). Como consecuencia de estos desarrollos, la pendiente de la curva de rentabilidades en Alemania se encuentra en la actualidad, al igual que en EE.UU., por debajo de su media histórica desde 2001.

Para analizar las implicaciones del reducido nivel de la pendiente de la curva de rentabilidades en las dos áreas geográficas resulta útil separar los tipos de interés de largo plazo en dos componentes. Así, la rentabilidad de un bono a 10 años recoge, por una parte, las expectativas del mercado sobre el nivel promedio de los tipos de interés de corto plazo en los próximos diez años, y por otra parte, una prima de riesgo por plazo que compense a sus tenedores por el riesgo de mantener hasta el vencimiento un título cuyo valor de mercado está sujeto a las variaciones que tengan los tipos de interés. Como estas dos variables no son observables, es necesario realizar una estimación. En este Recuadro, se presentan los resultados de esta descomposición basados en una extensión de una aproximación estándar en la que se permite que las expectativas cambien en el tiempo<sup>4</sup>.

- 1 Estrella, A., y F. Mishkin (1997). «The predictive power of the term structure of interest rates in Europe and the United States: implications for the European Central Bank», *European Economic Review*, 41, 1375-1401.
- 2 Estos desarrollos en EE.UU. han llevado a un debate entre economistas y miembros de la Reserva Federal sobre la posible inversión de la curva. Así, por ejemplo, Neel Kashkari, presidente del Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, apuntó en el mes de julio que la Reserva Federal no debería continuar subiendo el tipo de interés de referencia de modo que se evitase una posible inversión de la curva. En este mismo sentido ya se había posicionado a finales del pasado año J. Bullard, presidente de la Reserva Federal de San Luis ([www.stlouisfed.org/~media/Files/PDFs/Bullard/remarks/2017/Bullard\\_Little\\_Rock\\_AR\\_1\\_December\\_2017.pdf](http://www.stlouisfed.org/~media/Files/PDFs/Bullard/remarks/2017/Bullard_Little_Rock_AR_1_December_2017.pdf)). Sin embargo, Ben Bernanke, advertía del peligro de interpretar de modo erróneo la inversión de la curva, ya que según su criterio, ésta no estaría relacionada con la evolución futura de la política monetaria ([www.ft.com/content/e72fdf28-8a1c-11e8-bf9e-8771d5404543](http://www.ft.com/content/e72fdf28-8a1c-11e8-bf9e-8771d5404543)). Por su parte, el presidente de la Reserva Federal, Jay Powell, expresó que la política monetaria no se modificaría en función de la pendiente de la curva de rendimientos, y que lo verdaderamente relevante es la información que se pueda obtener de ella acerca del tipo de interés neutral de largo plazo.
- 3 Véase: «El aplanamiento de la curva de tipos en EE.UU», Artículo Analítico del Banco de España, Marzo 2018. <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/articulos-analit/>
- 4 En la literatura académica, la aproximación habitual para realizar dicha separación se basa en una ecuación dinámica de los factores que forman la curva de tipos de interés para obtener las expectativas de tipos de interés, y en una ecuación afín del precio del riesgo, que permite derivar las primas de riesgo por plazo. Uno de los principales problemas de estos modelos es que las ecuaciones dinámicas estándar suelen llevar a expectativas poco creíbles pues no cambian apenas con el tiempo. Para evitar esto, en este recuadro se usa una aproximación que da cierta persistencia en el tiempo a las expectativas similar a la de aproximación similar a la de Abbritti, M., Gil-Alana, L. A., Lovcha, Y., y Moreno, A. (2015). «Term structure persistence». *Journal of Financial Econometrics*, 14(2), 331-352. Para dicha descomposición, las expectativas se obtienen a partir de un modelo ARFIMA sobre los componentes de la curva de tipos (nivel de largo plazo y pendiente). Estos modelos, que son una generalización de los ARIMA más habituales en la literatura, se caracterizan por tener una gran persistencia, «memoria larga», presentando una función de autocorrelación que decae más lentamente que procesos de «memoria corta» como los ARIMA. Esto permite que las expectativas cambien con el tiempo, algo muy difícil de capturar con los modelos habituales.

El gráfico D muestra los resultados de las estimaciones para EEUU y Alemania. Como puede observarse, las primas de riesgo por plazo han descendido de forma considerable en las dos últimas décadas en ambas economías, encontrándose en la actua-

lidad en valores bajos en términos históricos. Esta evolución es paralela en Alemania y EE.UU. en gran parte de la muestra. Las principales divergencias se dan desde finales de 2013, momento en el que la Reserva Federal anunció el inicio del proceso de

Gráfico A  
DIFERENCIAL ENTRE EL TIPO A 10 AÑOS Y A 1 AÑO (a)

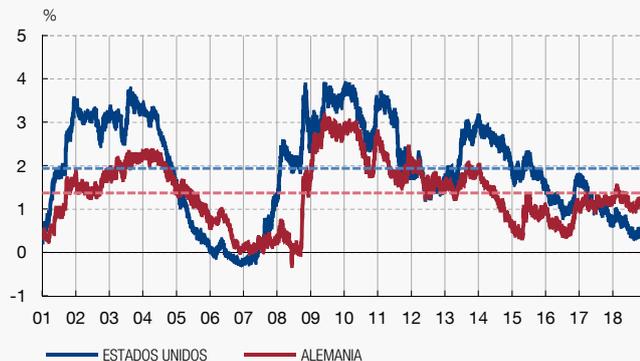


Gráfico B  
TIPOS DE INTERÉS. ESTADOS UNIDOS (a)



Gráfico C  
TIPOS DE INTERÉS. ALEMANIA (a)

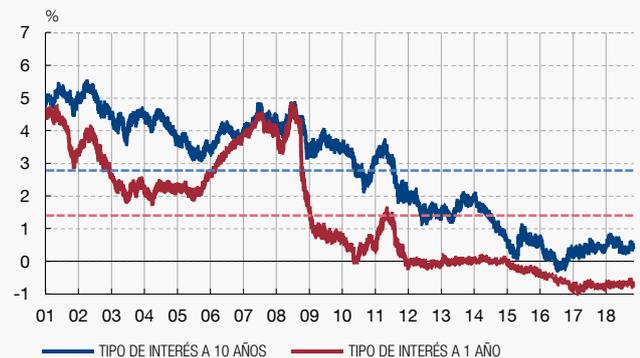


Gráfico D  
PRIMA DE RIESGO POR PLAZO ESTIMADA (a) (b)

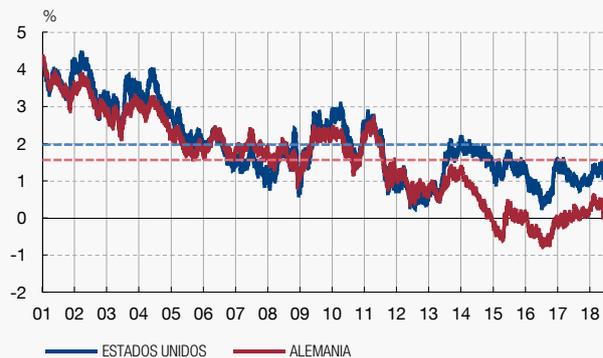


Gráfico E  
EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS. ESTADOS UNIDOS (a)

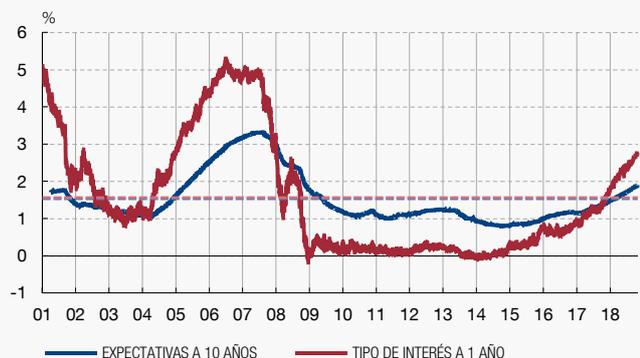


Gráfico F  
EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS. ALEMANIA (a)



FUENTES: Bundesbank, Reserva Federal y Banco de España.

- a Las líneas de puntos representan las medias de las series respectivas para el período representado en el gráfico. Los tipos de interés representados son los tipos cupón-cero a cada plazo estimados por el Bundesbank y la Reserva Federal respectivamente.
- b Las primas de riesgo se obtienen de una descomposición de los tipos de interés a 10 años en primas de riesgo por plazo y expectativas de evolución del tipo de interés de corto plazo. Las expectativas se obtienen prediciendo la evolución futura del tipo de interés instantáneo de corto plazo usando un modelo ARFIMA sobre cada uno de los componentes de la curva de tipos de interés (nivel de largo plazo, pendiente, y curvatura) estimado diariamente. Una vez obtenidas las expectativas de evolución de los tipos de corto plazo, las primas se obtienen como resto entre los tipos a 10 años y las expectativas de los tipos de corto.

EN EE.UU. Y ALEMANIA (cont.)

reducción en el volumen de sus compras de activos, y que el Banco Central Europeo comenzaba una nueva fase de su política monetaria expansiva (TLTRO y APP), lo que marcaría el inicio de las divergencias en política monetaria entre las dos áreas. En la actualidad, el nivel de la prima de riesgo por plazo sería próximo a cero en Alemania y de unos 120 pb en Estados Unidos, estando en el primer caso más alejada de su media histórica que en el segundo.

En cuanto al segundo componente (expectativa de tipos de interés a largo plazo), en ambas áreas los valores estimados son reducidos dada la posición en el ciclo de estas economías, lo que es compatible con la literatura de las bajas tasas naturales de tipos de interés que estaría vinculado al bajo crecimiento potencial de las economías avanzadas<sup>5</sup>. En el caso de EE.UU., a pesar de que las subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal han elevado dichas expectativas, en los dos últimos años, hasta situarlas por encima de su media histórica, estas se encontrarían actualmente por debajo del tipo de referencia (gráfico E). En Alemania, dichas expectativas habrían seguido reduciéndose en el período reciente, de acuerdo con estas estimaciones, llegando a niveles considerablemente por debajo de su media histórica (gráfico F).

Como conclusión, lo que esta descomposición de los tipos de interés a 10 años estaría indicando es que tanto las primas de riesgo por plazo como las expectativas de tipos de interés a largo plazo se encontrarían en niveles históricamente reducidos, especialmente, en la UEM. En ambos casos, esto podría tener implicaciones para la estabilidad financiera. Así, los tipos de interés a largo plazo en dichas economías podrían elevarse si se produjera una normalización de las primas de riesgo por plazo, asociada a una reevaluación del riesgo por parte de los agentes o de cambios no anticipados en las carteras de los bancos centrales (que constituyen uno de sus principales tenedores), que llevara a aumentar las primas de riesgo por plazo hacia niveles más parecidos a los que se observaban en el pasado, o si revisaran al alza las expectativas actuales de evolución futura de los tipos de interés de corto plazo. Dicha subida podría tener consecuencias, tanto por el impacto negativo sobre las carteras de los inversores, como sobre las condiciones de financiación de los distintos agentes y sus decisiones de inversión (para las que los tipos de interés de largo plazo son un factor muy relevante).

5 Véase G. Fiorentini, A. Galesi, G. Pérez-Quirós y E. Sentana (2018) «The rise and fall of the natural interest rate». Documento de Trabajo del Banco de España n. 1822.

La incertidumbre política en Italia se ha traducido en un fuerte repunte en la rentabilidad de la deuda pública y bancaria en ese país, sin contagio sobre el resto de la UEM

La incertidumbre sobre la política económica y fiscal en Italia también tuvo un impacto adverso sobre los mercados financieros de ese país que se materializó, principalmente, en fuertes subidas en las rentabilidades de la deuda de las AAPP (véase gráfico A del Recuadro 1.2) y en incrementos notables, aunque más moderados en las de los bancos (véase gráfico 1.1.H). Estos movimientos han tenido hasta ahora un impacto muy limitado sobre los mercados financieros de España y del resto de los países de la UEM (véase Recuadro 1.2). Otro elemento de incertidumbre tiene que ver con el Brexit. Una salida sin acuerdo podría tener un impacto económico muy adverso en el Reino Unido y, en consecuencia, en las empresas allí radicadas, con potenciales repercusiones sobre la continuidad de algunos contratos financieros.

El BCE anunció el final del programa de compra de activos para diciembre de 2018

En el ámbito de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE de septiembre ha confirmado el anuncio de junio sobre la finalización, al cierre de este año, de las compras netas de activos (APP, por sus siglas en inglés), siempre y cuando se mantengan las perspectivas de inflación a medio plazo. En particular, decidió reducir en octubre el ritmo mensual de compras netas de activos desde los actuales 30 mm de euros mensuales hasta 15 mm de euros, ritmo que se mantendría hasta diciembre de 2018 para luego cesar en enero de 2019. El Consejo dispuso, además, que una vez finalizadas las compras netas, continuará reinvertiendo los vencimientos que se vayan produciendo en su cartera de APP durante un periodo prolongado de tiempo tras el final de las compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario para mantener unas condiciones de liquidez favorables y un amplio grado de acomodación monetaria. Asimismo, el Consejo no anticipó cambios a corto plazo en los tipos de interés oficiales, que se mantendrían en los niveles actuales hasta al menos el verano de 2019.

Las elecciones generales en Italia celebradas el 4 de marzo dieron lugar a un parlamento fragmentado en el que los partidos políticos con voces críticas hacia la Unión Europea (UE) y, en particular, la Unión Económica y Monetaria ganaron peso. Esta situación ha derivado en un periodo de inestabilidad en los mercados financieros italianos desde mediados de mayo, cuando las complejas negociaciones postelectorales culminaron en un pacto de gobierno entre la Liga Norte y el Movimiento 5 Estrellas. El programa de gobierno consensuado suponía, entre otros elementos, planes de expansión fiscal<sup>1</sup> difíciles de compatibilizar con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), si bien se obviaban las promesas de la campaña electoral en más clara contradicción con los fundamentos del proyecto europeo.

En agosto, el inicio de las negociaciones de los presupuestos para 2019 confirmó la complejidad del panorama político italiano. Las dudas sobre las perspectivas fiscales del país provocaron un nuevo brote de inestabilidad financiera, que ha vuelto a precipitarse en

octubre cuando se ha confirmado que el borrador presupuestario no respeta los límites del PEC y supone un nuevo desafío político y económico para la Unión Europea. Los presupuestos enviados a la CE incorporan un déficit público del 2,4% del PIB para 2019 —frente al 0,8% del Programa de Estabilidad de abril— y se desvían notablemente de las recomendaciones del Consejo de julio de 2018 en relación al ajuste del saldo presupuestario estructural.<sup>2</sup>

- 1 Los elementos centrales de esta expansión eran la reducción del impuesto sobre la renta y la introducción de una renta mínima; el acuerdo también contemplaba una disminución de las aportaciones al presupuesto europeo o la reversión de las reformas en el sistema de pensiones de 2011. Esta expansión fiscal se financiaría en parte con la emisión de los denominados mini-BOTS, valores de pequeña denominación que podrían ser utilizados posteriormente en otras transacciones y que podrían constituir el germen de una moneda paralela.
- 2 Las medidas incluyen un esquema de renta mínima -algo menos generoso de lo planeado inicialmente-, una reducción del impuesto sobre la renta y se da marcha atrás en la reforma reciente de las pensiones, facilitando las jubilaciones anticipadas.

Gráfico A  
RENTABILIDAD DEUDA SOBERANA DE ITALIA

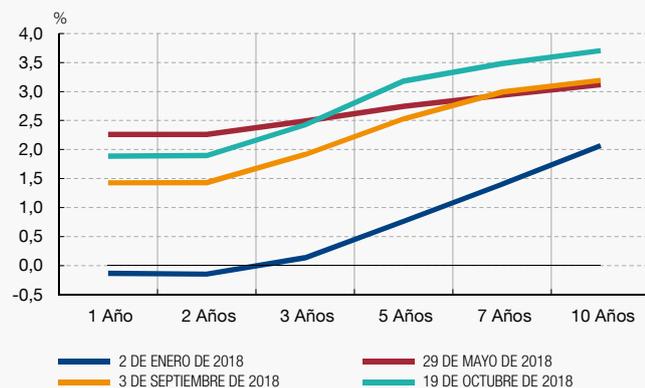


Gráfico B  
ITALIA. BALANZA DE PAGOS. INVERSIÓN DE CARTERA (a)

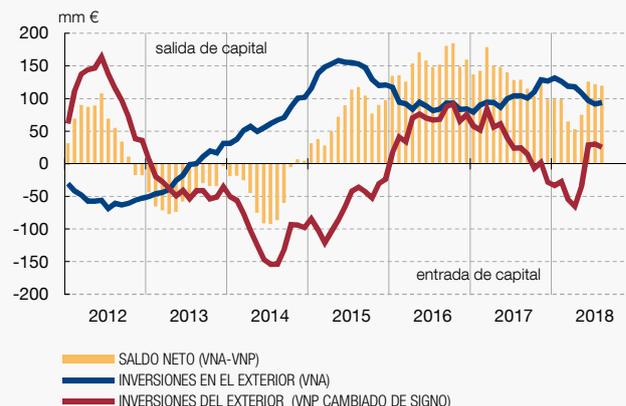


Gráfico C  
ADQUISICIONES DE DEUDA PÚBLICA DOMÉSTICA DE LA BANCA ITALIANA

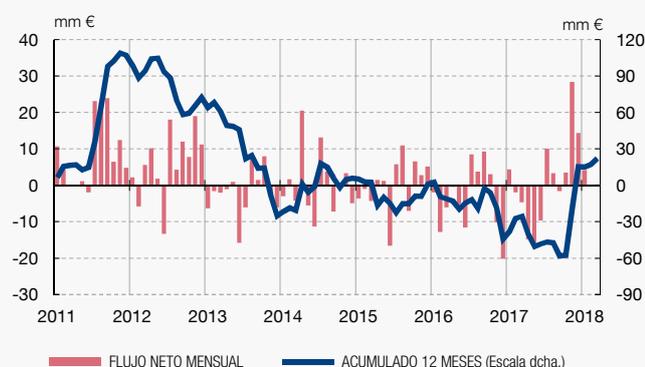
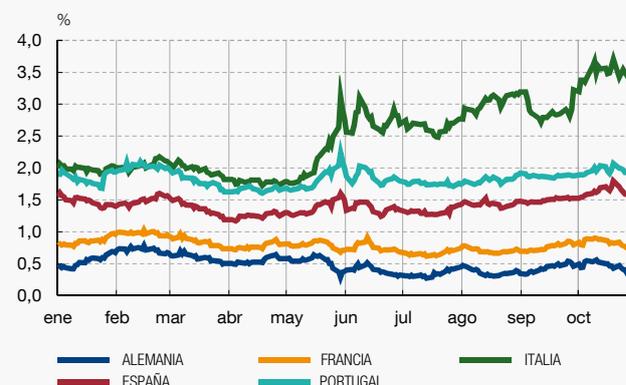


Gráfico D  
TIPOS DE INTERÉS SOBERANOS A DIEZ AÑOS. AÑO 2018.



FUENTES: Banco Central Europeo, Thomson Reuters y Banco de España.

a VNA y VNP denotan la variación neta de activos y la variación neta de pasivos, respectivamente. El neto de la cuenta de inversión de cartera se calcula como activos menos pasivos, de forma que un signo positivo (negativo) supone una salida (entrada) neta de fondos.

Gráfico E  
SENSIBILIDAD ENTRE RIESGO SOBERANO Y BANCARIO (a)

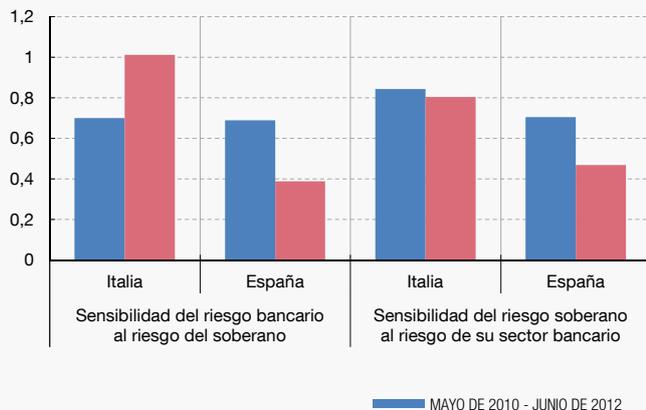
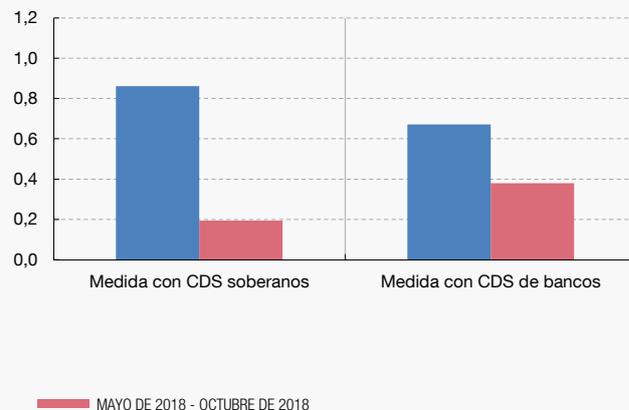


Gráfico F  
SENSIBILIDAD DEL RIESGO DE ESPAÑA A CAMBIOS EN EL RIESGO DE ITALIA (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La medida de contagio refleja la sensibilidad del riesgo de un sector a los eventos negativos más extremos del otro sector del mismo país y supone una extensión del concepto de Marginal Expected Shortfall (MES). Así, la medida de sensibilidad del sector bancario italiano a lo que pase en el soberano italiano se define como un ratio en el que el numerador es la media de la variación diaria del índice de CDS de bancos italianos (en puntos básicos) en los días en que se producen los mayores incrementos de la prima del CDS soberano de Italia durante los días hábiles del periodo de tiempo correspondiente (aquellos en los que la variación del CDS soberano es superior al percentil 90 de la distribución de la variación diaria del último para ese periodo), y el denominador es la media de la variación diaria de la prima del CDS soberano en esos mismos días. La medida de contagio se calcula para el reciente periodo de turbulencias en Italia (mayo 2018 – octubre 2018) y también para el periodo de la crisis de deuda soberana (mayo 2010 – junio 2012). En el gráfico E, los dos primeros conjuntos de barras muestran la sensibilidad de la prima de los CDS bancarios de Italia y España al CDS soberano de esos mismos países. El tercer y cuarto conjunto de barras se refieren a la sensibilidad de las primas de los CDS soberanos italiano y español, respectivamente, al sector bancario de esos países. La medida de contagio es relativa a la evolución del riesgo en el sector de partida (denominador), de forma que valores cercanos a uno indican que las variaciones en las primas de los dos sectores son de magnitud similar. Valores positivos pero cercanos a cero indican que las primas de los CDS se mueven en la misma dirección pero el aumento de las primas del sector de partida (denominador) es muy superior al del sector expuesto (numerador).
- b La medida de contagio se basa en la sensibilidad del riesgo del sector soberano y bancario de España a los eventos negativos más extremos del mismo sector de Italia. Las medidas de contagio de este gráfico son una variación de las medidas de sensibilidad del Gráfico E.

Además, el escenario macroeconómico previsto, que incluye un avance del PIB del 1,5% en 2019, no cuenta con el aval del consejo fiscal independiente italiano y se considera optimista, lo que también introduce un riesgo sobre la senda de reducción de la deuda pública, que actualmente se sitúa en niveles muy elevados del 130% del PIB. Ante estas circunstancias y por primera vez en la historia de la UE, el 23 de octubre la CE rechazó los presupuestos italianos y solicitó la presentación de un nuevo borrador en el plazo de tres semanas.

Vistos en perspectiva, los acontecimientos de estos meses ilustran la interacción entre, por un lado, un incremento de la incertidumbre política y, por otro, las vulnerabilidades fundamentales de la economía italiana (el bajo crecimiento económico y el elevado endeudamiento público). La percepción de un mayor riesgo por parte de los inversores se ha reflejado en un deterioro de las condiciones financieras a las que han de hacer frente los agentes privados y públicos.

En el caso de la deuda pública, se ha producido un aumento de la volatilidad y una caída acusada de los precios. El tipo de interés a diez años de la deuda italiana, que desde principio de año se mantenía relativamente estable en torno al 2%, comenzó a escalar a mediados de mayo, llegando a superar el 3% a finales de dicho mes y nuevamente en agosto. El repunte reciente le ha llevado a

niveles máximos del 3,7% el 19 de octubre, que supone un diferencial frente al Bund alemán superior a los 300 pb, las cifras más elevadas desde mediados de 2013. La reacción de los tipos de interés a corto plazo ha sido también intensa. Así, la rentabilidad de la deuda a dos años, que partía de registros negativos, se incrementó hasta más del 2% a finales de mayo y el 1,4%, en agosto. Con las tensiones más recientes ha vuelto a escalar a niveles cercanos al 2% (véase gráfico A). La percepción de un mayor riesgo de crédito en la deuda soberana ha supuesto también la revisión a la baja de la calidad crediticia —en un escalón hasta Baa3 por parte de la agencia Moody’s— y la aparición de un componente de riesgo-país en el coste de la financiación del resto de agentes de la economía, especialmente de aquellos cuya actividad se concentra en su propio país.

El contexto de mayor riesgo percibido ha dado lugar también a salidas de capital, principalmente a través de ventas de valores de deuda pública. Como se muestra en el gráfico B, la economía italiana venía registrando desde 2015 salidas netas de capitales en transacciones de valores. Estos flujos eran consecuencia de las inversiones en activos exteriores por parte de sectores italianos, así como de las ventas de valores de deuda pública italiana por parte de no residentes en el contexto del programa de compras de valores públicos del BCE (PSPP en sus siglas en inglés). No obstante, la inestabilidad tras las elecciones intensificó las salidas de

capital en el período más reciente a través de ventas de valores italianos por parte de no residentes, en especial de títulos de deuda pública, que alcanzaron los 24,8 y 33 mm de euros en mayo y junio, respectivamente.

Estos movimientos fueron compensados por las adquisiciones netas de deuda pública doméstica por parte de la banca italiana, de más de 47 mm de euros entre mayo y septiembre – y particularmente elevadas en mayo (28 mm) y en junio (14 mm). Como se ilustra en el gráfico C, los bancos interrumpieron la tendencia a la desinversión en la cartera deuda pública doméstica. El valor de esta cartera asciende unos 380 mm de euros en septiembre. De acuerdo con la información sobre los tenedores de la deuda pública italiana, las tenencias de la banca italiana representan un 19,7 % de los valores de deuda pública en circulación en julio<sup>3</sup>, frente al 17,4 % en abril.

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana repercutieron, asimismo, sobre los bancos italianos, afectados también por la materialización de riesgos en algunas economías emergentes, y reforzando así el vínculo entre el riesgo soberano y bancario. Como se ilustra en el gráfico 1.1.H del texto principal, la banca italiana vio aumentar la prima de riesgo de sus bonos así como un ajuste importante en sus cotizaciones bursátiles, principalmente durante la segunda mitad de mayo. El gráfico E ilustra el grado de interacción entre los riesgos soberanos y bancarios entre Italia y España para el reciente período de turbulencias y lo compara con el observado durante el período de la crisis de deuda soberana en la zona del euro. Así, se observa un elevado nivel de sensibilidad<sup>4</sup> de las primas de los CDS del sector bancario italiano a los eventos más negativos del soberano de dicho país desde finales de mayo de 2018, situándose muy por encima de los valores correspondientes a la crisis de deuda soberana. Además, el nivel es cercano a uno, lo que sugiere que los cambios en la prima del CDS bancario son de una magnitud similar a los de la prima del CDS soberano. Este efecto en el caso italiano es bidireccional, ya que también se detecta una alta sensibilidad de las primas de los CDS del soberano a un deterioro de los CDS bancarios, si bien la intensidad parece menor y se sitúa en un nivel cercano al observado durante la crisis de deuda soberana. Sin embargo, la interacción entre el riesgo bancario y soberano en España se ha mantenido en valores reducidos, sensiblemente por debajo del período de la crisis de la deuda soberana.

Las tensiones en las condiciones financieras de Italia han tenido, hasta el momento, repercusiones limitadas sobre los mercados de otros países de la UEM, como evidencia el incremento moderado de la rentabilidad de otros bonos soberanos. La rentabilidad de la deuda a diez años española y portuguesa repuntó a finales de mayo hasta niveles del 1,6 % y 2,2 %, respectivamente, niveles que se han vuelto a alcanzar —rebasándolos en el caso español— durante el rebrote de las tensiones en octubre y que suponen unos 20-30 pb por encima del nivel anterior a las elecciones italianas (véase gráfico D). El mismo mensaje se obtiene del gráfico F, que muestra la sensibilidad de los indicadores de riesgo soberano y bancario españoles a los cambios en los mismos indicadores de riesgos en Italia. Así, se observa que el grado de sensibilidad de las primas del CDS soberano de España a cambios en las correspondientes primas de Italia se ha situado en niveles relativamente reducidos durante el período reciente de turbulencias en el mercado de deuda soberana italiana y muy por debajo de los niveles observados durante la crisis de la deuda soberana en la UEM. La sensibilidad de los CDS bancarios españoles a las variaciones en el riesgo del sector bancario en Italia ha sido algo más elevada pero también inferior a la observada durante la crisis de deuda soberana.

En resumen, la sensibilidad mostrada por los mercados financieros en Italia ante el aumento de la incertidumbre política a partir de mayo vuelve a revelar que niveles de endeudamiento elevados en un contexto de bajo crecimiento económico son una fuente de vulnerabilidad notable. Italia es la tercera economía de la eurozona por tamaño del PIB, y aunque los signos de transmisión a otras economías del área del euro, incluida España, han sido hasta el momento limitados, no se puede descartar que nuevos episodios de incertidumbre de origen político o sobre la situación fiscal italiana pudieran tener efectos adversos de mayor relevancia en el futuro, especialmente en el contexto actual de desaceleración económica y aumento de los riesgos globales.

3 En relación al resto de tenedores, en julio, el 33,8 % de los valores de deuda pública italiana en circulación estaba en manos de no residentes (36,9 % en abril), el 19,3 % en el balance del banco central (19,1 % en abril), el 22,6 % en manos de instituciones financieras no bancarias (el 21,6 % en abril) y el 4,6 % en manos del sector residente no financiero (4,9 % en abril).

4 Véase la nota a pie del gráfico E para una descripción detallada del indicador.

La materialización de determinados riesgos podría traducirse en un endurecimiento significativo de las condiciones financieras globales

Ni los anuncios del BCE, ni la continuación del proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal estadounidense han tenido efectos significativos en los mercados financieros de EEUU y de la UEM, en un contexto en el que tanto las primas por plazo como los tipos de interés esperados a largo plazo se mantienen en niveles históricamente reducidos (véase Recuadro 1.1). En este contexto, no se pueden descartar repuntes de las rentabilidades a largo plazo tanto en EEUU como en la UEM, que podrían desencadenarse

bien como consecuencia de una normalización de las primas de riesgo por plazo o de cambios inesperados en las políticas monetarias, aunque este último escenario parece menos probable dadas las políticas de comunicación de los bancos centrales. Bajo cualquiera de estos escenarios el repunte del coste de financiación de los emisores privados podría ser incluso más acusado dado el reducido nivel de las primas de crédito. Además, las primas de riesgo de crédito podrían elevarse si se materializan algunos riesgos a corto plazo como una escalada de las tensiones comerciales, un deterioro más acusado en las EME o determinados riesgos políticos o geopolíticos. La materialización de algunos de estos riesgos también podría afectar negativamente al precio de las acciones de las empresas financieras y no financieras bien a través de su impacto sobre el factor de descuento o bien a través del repunte de las primas de riesgo bursátiles.

Las condiciones financieras en las EME podrían deteriorarse como consecuencia de una nueva escalada de las medidas proteccionistas o de aumentos de los tipos de interés en EEUU mayores de los previstos. Aunque estas economías en su conjunto parecen menos vulnerables que en el pasado, algunas han acumulado ciertos riesgos en los últimos años, en particular por el mayor endeudamiento externo del sector privado no financiero.

En los mercados de las economías desarrolladas este ajuste en las condiciones de financiación afectaría más a aquellos segmentos con mayor endeudamiento, como es el caso de algunas compañías de baja calificación crediticia o del sector público de algunos países. Por su parte, las condiciones de financiación de las entidades bancarias europeas más expuestas a las EME podrían verse especialmente afectadas por un eventual empeoramiento de dichas economías. De forma más general, las condiciones de financiación del sector bancario europeo también podrían deteriorarse como consecuencia de un posible aumento de la incertidumbre política en Italia o de una falta de acuerdo para la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

## 1.2 Entorno macroeconómico

### 1.2.1 EL ENTORNO MACROECONÓMICO EXTERIOR AL ÁREA EURO

La economía mundial podría haber alcanzado su máximo crecimiento en los meses de verano...

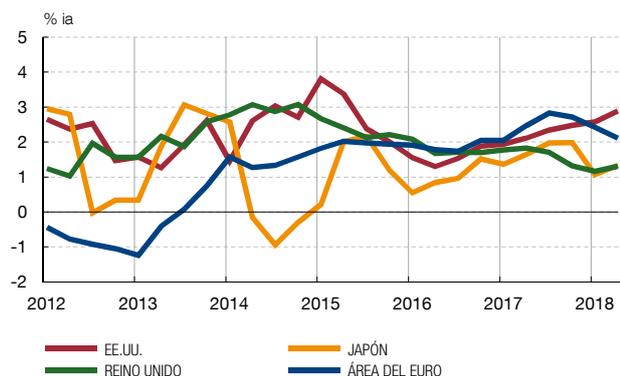
Tras un primer trimestre de 2018 en el que se registró cierta debilidad de la actividad, en el segundo, la expansión de la economía mundial se mostró más sólida, si bien menos equilibrada por la divergente evolución de las economías avanzadas y emergentes (gráficos 1.2.A y 1.2.B). En concreto, el crecimiento en el conjunto de las economías avanzadas se mantuvo robusto, especialmente en Estados Unidos, donde el PIB se expandió un 4,2% trimestral anualizado, apoyado en la expansión fiscal y la solidez de la demanda privada. En Japón y Reino Unido la actividad se aceleró mientras que en el área del euro se mantuvo menos dinámica que en 2017. En las economías emergentes, la evolución de la actividad en el segundo trimestre del año fue, en general, menos favorable a medida que se materializaban salidas netas de capitales, se depreciaban sus monedas y las condiciones financieras se tensionaban, incidiendo en los países considerados más vulnerables (como Argentina y Turquía). Dentro de Asia, el crecimiento del PIB de China se moderó ligeramente hasta el 6,7% interanual, en parte, por la escalada de la guerra comercial con Estados Unidos. Por su parte, en América Latina, el PIB se contrajo en Argentina y México, si bien en este segundo caso parece ser algo transitorio.

Los indicadores más recientes muestran que las tensiones comerciales y el endurecimiento de las condiciones financieras en algunas economías emergentes habrían comenzado a afectar negativamente a la actividad global (gráfico 1.2.C) y, especialmente al comercio (gráfico 1.2.D), por lo que cabe esperar una progresiva desaceleración de la actividad hasta converger a un crecimiento potencial inferior al previo a la crisis.

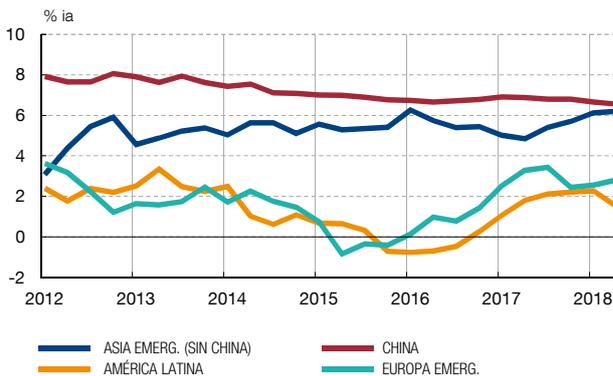
...con riesgos a la baja asociados al endurecimiento de las condiciones...

Los riesgos sobre este escenario central estarían orientados a la baja, debido a un posible endurecimiento más intenso de lo previsto de las condiciones financieras y una intensificación de las tensiones comerciales. Además, estos riesgos podrían estar interrelacionados entre sí, actuando unos como detonantes de los otros. Por ejemplo, la normalización de la política

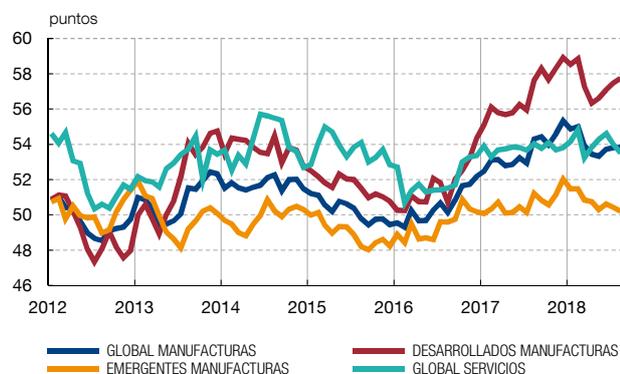
A CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB ECONOMÍAS AVANZADAS



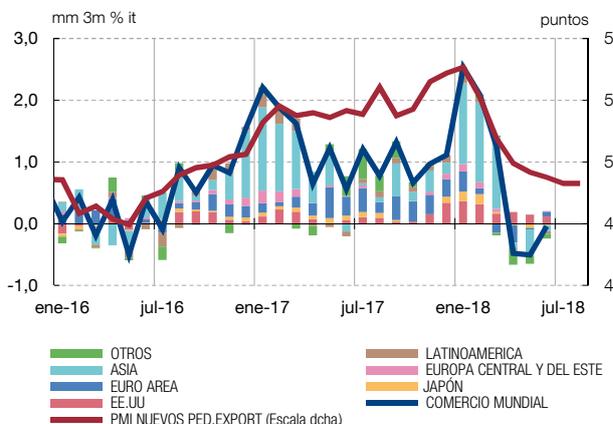
B CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB ECONOMÍAS EMERGENTES



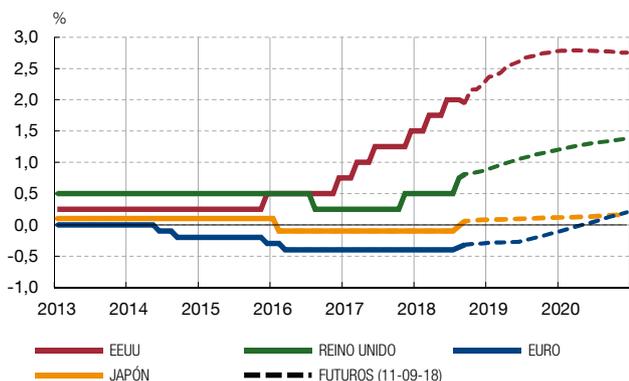
C PMI GLOBALES



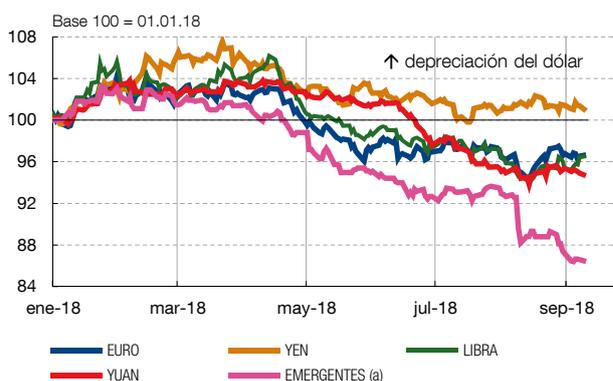
D CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL COMERCIO



E TIPOS OFICIALES ECONOMÍAS AVANZADAS



F TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



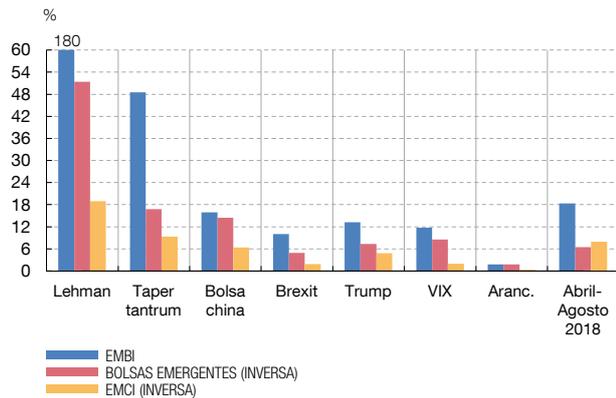
FUENTES: Datastream, IHS Markit, CPB y JP Morgan.

a Índice EMCI de JP Morgan.

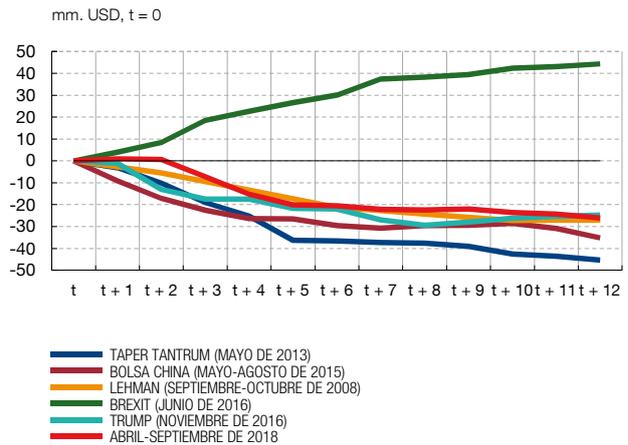
...financieras y al aumento de las tensiones comerciales

monetaria en Estados Unidos (gráfico 1.2.E) y la consecuente apreciación cambiaria podría deteriorar el saldo por cuenta corriente, que es precisamente lo que pretende corregir el presidente Trump con su política de elevación de los aranceles (gráfico 1.2.F). De la misma forma, la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales podría aumentar las primas de riesgo, tensionando las condiciones financieras.

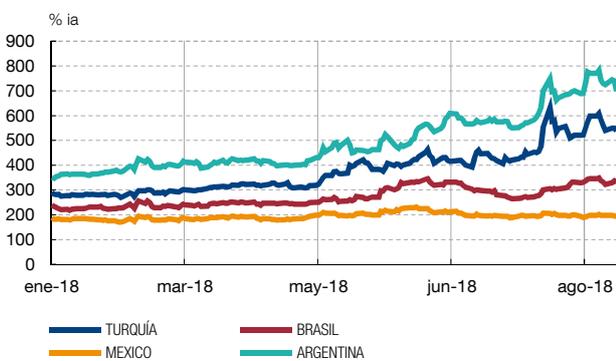
A VARIACIÓN (%) DE INDICADORES DE EMERGENTES



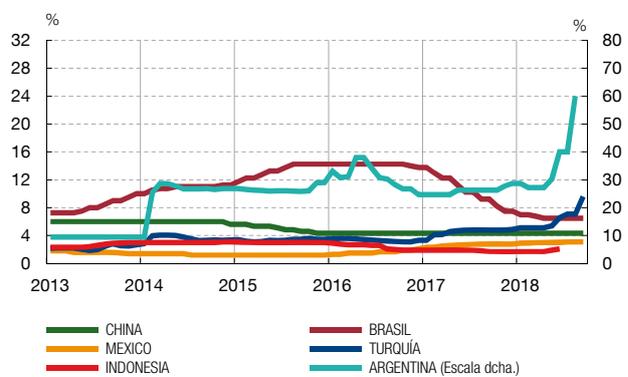
B FLUJOS DE CAPITALES NETOS A EMERGENTES



C EMBI



D TIPOS OFICIALES EMERGENTES



FUENTES: Datastream y Global Market Monitor (Fondo Monetario Internacional).

Las economías emergentes afrontan un endurecimiento de las condiciones financieras, si bien con una cierta diferenciación dependiendo de factores idiosincrásicos

El episodio de turbulencias en emergentes del pasado verano fue el más negativo desde mayo de 2013, en términos de depreciaciones cambiarias y caídas bursátiles (gráfico 1.3.A), aunque no así en salidas netas de capitales (gráfico 1.3.B). Como se señaló anteriormente, los mercados han discriminado a las economías emergentes dependiendo de sus vulnerabilidades. En este sentido, resulta significativo el caso de México, cuya moneda se apreció frente al dólar desde mediados de junio tras las favorables perspectivas de firma de un nuevo acuerdo comercial con Estados Unidos que sustituya al NAFTA (gráfico 1.3.C), si bien se depreció hacia el final del periodo examinado tras la paralización de la infraestructura aérea en la capital. En el caso de otras economías emergentes, las autoridades han reaccionado a este nuevo entorno. Algunos bancos centrales, principalmente en Asia (Filipinas, Indonesia, y la India), pero también la República Checa y Chile, elevaron en alguna medida los tipos de interés oficiales y en otros, como el de Hong Kong, se llevaron a cabo intervenciones cambiarias (gráfico 1.3.D). Asimismo, el Gobierno turco presentó un Programa Económico de Medio Plazo (para el período 2019-2021) que incluye algunas medidas fiscales restrictivas.

En sentido contrario, las autoridades chinas relajaron las condiciones financieras (reducción en los coeficientes de reservas e inyecciones de liquidez), reintrodujeron el factor contracíclico para moderar las oscilaciones cambiarias y elevaron el coste de mantener posiciones cortas en moneda extranjera para enfrentar la depreciación de la divisa china. A pesar de ello, las

tensiones comerciales con Estados Unidos se están dejando notar en un menor dinamismo de la actividad. Por este motivo, las autoridades también han anunciado algunos planes de expansión fiscal. En concreto, se han recortado los impuestos a las empresas y a los hogares y se ha aconsejado acelerar la emisión de bonos especiales de los gobiernos locales para garantizar la financiación del gasto de inversión en infraestructuras. Esto podría frenar el proceso de corrección de los desequilibrios y transición a un nuevo modelo de crecimiento que las autoridades de este país consideraban como algo prioritario.

La situación de otras grandes economías emergentes de importancia material para el sistema financiero español es variada. Así, la economía brasileña siguió recuperándose pero a un ritmo muy lento, tanto por las razones externas anteriormente comentadas, como internas. En este sentido, la inflación parece bajo control y la balanza exterior está equilibrada; sin embargo, el déficit público no se ha reducido y se mantiene en el 7 % del PIB, con lo que la deuda pública puede superar el 75 % del PIB a finales de año. En este contexto, los mercados parecen haber respondido con normalidad al resultado de las elecciones, que añadían incertidumbre al escenario central. En el caso de México, la economía se contrajo en el segundo trimestre, pero por factores transitorios. El principio de acuerdo de un nuevo tratado comercial con Estados Unidos que sustituiría al NAFTA, está eliminando buena parte de la incertidumbre y la presión externa que experimentaba esta economía.

Turquía y Argentina han tenido que adoptar medidas muy restrictivas para afrontar las turbulencias de los mercados financieros

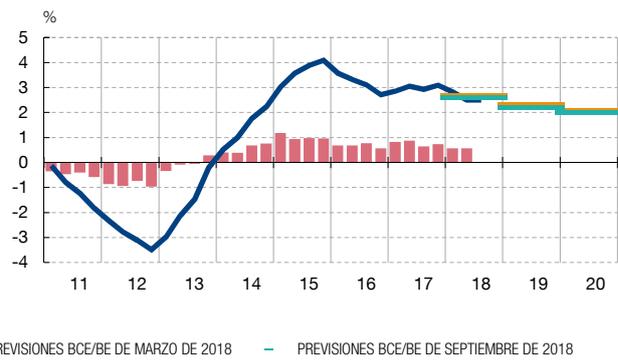
Por último, en el caso de las economías emergentes relevantes para España más afectadas por las turbulencias de los mercados, Turquía venía experimentando un cierto sobrecalentamiento desde 2017, que se traducía en una elevada inflación y un abultado déficit exterior, que requería importantes flujos de financiación en moneda extranjera (véase Recuadro 2.1). En este contexto, a la falta de confianza en las autoridades turcas sobre su intención de aplicar las políticas económicas apropiadas se sumó, a principios de agosto, la escalada de las tensiones políticas con EE.UU., para desembocar en una fuerte depreciación de la lira turca y un debilitamiento de los indicadores financieros. En esta situación, el banco central y la agencia de supervisión bancaria adoptaron una serie de medidas para proporcionar liquidez al sistema bancario, elevando en 6,25 pp su tipo de referencia en septiembre (gráfico 1.3.D). A partir de mediados de septiembre, la atenuación de las tensiones con EE.UU. dio lugar a una estabilización de las condiciones financieras en el país que incluso permitió a las autoridades obtener financiación en los mercados internacionales.

Por su parte, en el caso de Argentina es muy probable que los mercados hayan penalizado la combinación de un ajuste fiscal muy poco exigente con avances poco significativos en la lucha contra la inflación. El resultado fue una fuerte salida de capitales y una depreciación del peso que llevaron a la intervención en los mercados cambiarios, la subida de los tipos de interés oficiales y, finalmente, la solicitud de asistencia al FMI. En la medida en que la moneda siguió depreciándose, las autoridades adoptaron un sesgo aún más restrictivo, y renegociación una ampliación y adelanto de los fondos previstos en el acuerdo. El sesgo se materializó, tanto en términos monetarios (en un primer momento aumentando el tipo de interés oficial hasta el 60 %, gráfico 1.3.D, y posteriormente suspendiendo la política monetaria basada en las metas de inflación, al haber perdido su validez como ancla nominal, para pasar de forma temporal a una política monetaria basada en límites al crecimiento de la base monetaria) como fiscales (anunciando objetivos más estrictos que aquellos incluidos en el acuerdo con el FMI para los años 2019 —equilibrio— y 2020 —superávit primario del 1 % del PIB—), y cambiarios (las intervenciones del banco central se verían restringidas a una cuantía limitada y sólo en las ocasiones en que el tipo de cambio se sitúe fuera de unas bandas amplias sobre un tipo de cambio central con un ajuste diario en una senda preestablecida).

A UEM. CRECIMIENTO DEL PIB



B ESPAÑA. CRECIMIENTO DEL PIB



C UEM. CRECIMIENTO DEL IAPC



D ESPAÑA. CRECIMIENTO DEL IPC



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

a Las previsiones correspondientes a la UEM han sido elaboradas por el Banco Central Europeo, mientras que las correspondientes a España han sido elaboradas por el Banco de España.

1.2.2 EL ENTORNO  
MACROECONÓMICO  
EN LA UEM Y EN ESPAÑA

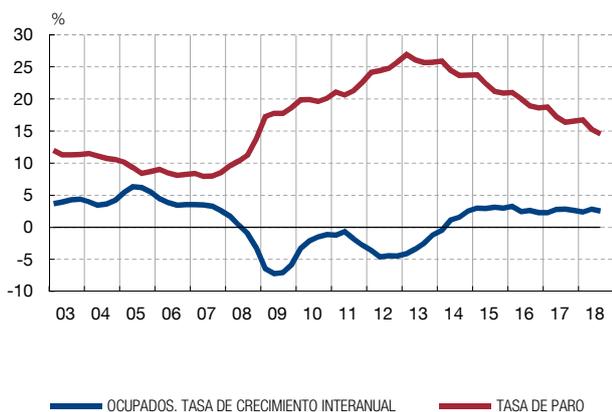
En la UEM se ha moderado  
el ritmo de crecimiento del PIB

En la parte transcurrida de 2018, se ha desacelerado la actividad económica en la UEM, de modo que el crecimiento intertrimestral del PIB se redujo al 0,2% en el tercer trimestre del año, frente al 0,7% de los últimos tres meses de 2017 (gráfico 1.4.A). Alguno de los factores que explicarían esta desaceleración son de naturaleza puramente transitoria, pero también podrían apuntarse otros de carácter más permanente, como los efectos desfasados sobre los flujos de comercio exterior derivados de la apreciación del euro que se observó a lo largo de 2017, además del deterioro de la situación de las economías emergentes, y del posible impacto de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre las políticas proteccionistas configuran un escenario más desfavorable. En este contexto, en septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) revisó a la baja sus previsiones de crecimiento para el año en curso, que pasaron a situarse, en el 2%, y en el 1,8% y 1,7%, respectivamente, para 2019 y 2020, esto es, una décima menos en 2018 y 2019 con respecto al ejercicio de previsión anterior.

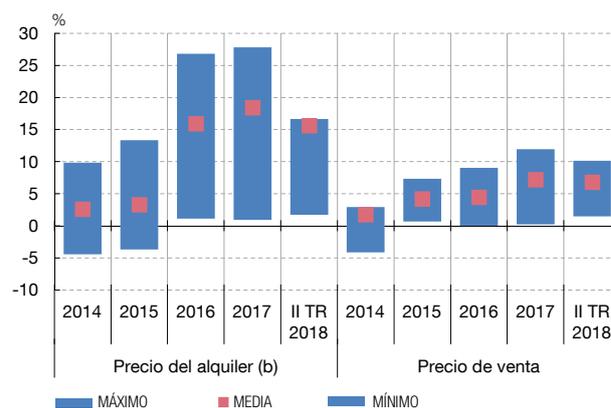
Con unas tasas de inflación  
subyacente que siguen por  
debajo del objetivo del BCE

Este menor vigor de la actividad en el período reciente no ha impedido que la tasa de crecimiento interanual del IAPC aumentara en los últimos meses (hasta situarse en el 2,1% en septiembre), si bien su evolución siguió viéndose muy condicionada por los componentes más volátiles (en particular, por la reciente trayectoria alcista de los precios del petróleo). La medida de inflación subyacente, que excluye las rúbricas menos estables (energía y alimentos no elaborados), continuó fluctuando en torno al 1,2% (1,1% en septiembre). No obstante, a pesar del aumento de los precios de la energía, la apreciación del tipo de cambio del euro registrada en la primera parte del año llevó al BCE a mantener sus previsiones para la

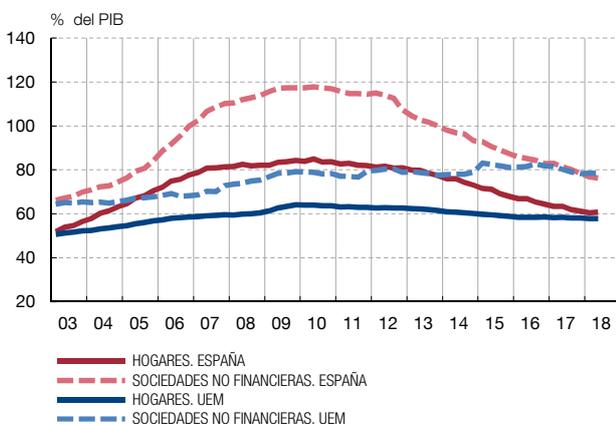
A MERCADO DE TRABAJO



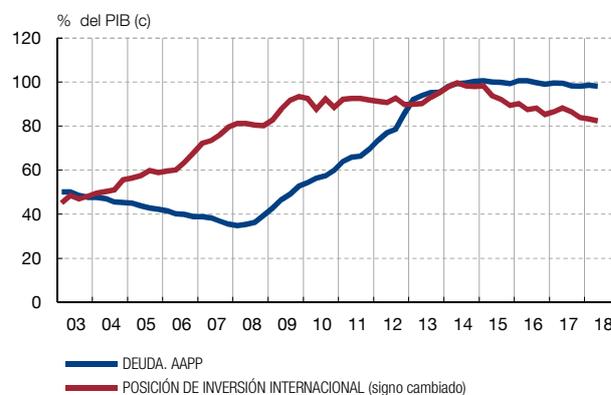
B MERCADO INMOBILIARIO. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA (a)  
Tasa de crecimiento interanual



C ENDEUDAMIENTO



D SECTOR PÚBLICO Y SECTOR EXTERIOR



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

- a Precios máximos y mínimos por comunidad autónoma.
- b Precio de oferta publicado en Idealista.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

tasa de inflación anual en el 1,7% para cada uno de los tres años del horizonte de predicción (gráfico 1.4.C).

El PIB español siguió creciendo a un ritmo elevado, aunque algo más moderado, desaceleración que se prevé que continúe en los próximos trimestres

En el período transcurrido de 2018, la economía española ha prolongado su fase expansiva, registrando tasas de crecimiento superiores a las de las principales economías del área del euro, aunque el avance intertrimestral del PIB en el segundo y el tercer trimestre fue algo más moderado que el observado en los trimestres anteriores, un 0,6% (2,7% y 2,5% interanualmente). Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas a finales de septiembre, contemplan una continuación de la tendencia de moderación del crecimiento que situaría el ritmo de expansión en el 2,6%, 2,2% y el 2% en 2018, 2019 y 2020, respectivamente, lo que supone una revisión a la baja de 1, 2 y 1 décimas en comparación con las proyecciones de junio<sup>1</sup> (véase gráfico 1.4.B). Esta evolución se produciría en un contexto en el que se espera una desaceleración gradual de los mercados exteriores, un impacto progresivamente menor de la política monetaria sobre las condiciones de financiación de los agentes y un repunte gradual de la tasa de ahorro de los hogares desde los niveles actuales reducidos.

<sup>1</sup> Para más detalles, véase Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 3/2018, Banco de España.

La evolución de la tasa de inflación seguirá muy influenciada por el curso del precio del petróleo

En relación con los precios, tras el repunte de la tasa de variación interanual del IPC en el primer semestre del año —propiciado por la evolución de los precios energéticos y, en menor medida, los de los alimentos no elaborados—, ésta se ha mantenido relativamente estable, alcanzando un 2,3 % en septiembre. En los próximos trimestres se prevé que la inflación se modere, influida principalmente por el componente energético, cuya evolución compensará el aumento paulatino de la inflación subyacente, como resultado de la ampliación prevista en la brecha de producto y la aceleración esperada de los costes laborales unitarios (gráfico 1.4.D).

El empleo sigue creciendo, aunque a un ritmo más moderado, y la tasa de paro ha continuado descendiendo

En el mercado de trabajo, la última información disponible refleja una cierta moderación, durante los meses de verano, del dinamismo mostrado por el empleo en el segundo trimestre, con un descenso del ritmo de crecimiento intertrimestral desestacionalizado de cinco décimas, hasta un 0,5 %, según la EPA del tercer trimestre. No obstante, esta desaceleración ha coincidido con un menor avance de los activos en el tercer trimestre, lo que ha permitido un recorte de la tasa de paro de 2 puntos porcentuales en comparación con el año anterior, hasta el 14,6 % (gráfico 1.5.A).

El mercado de la vivienda continúa con la fase de recuperación, sin que se observen indicios de sobrevaloración generalizados

Las holgadas condiciones de financiación y la favorable evolución macroeconómica han continuado impulsando la recuperación del mercado inmobiliario. Los precios medios se elevaron en un 6,8 % en el segundo trimestre del año frente al mismo periodo del año anterior, por debajo del 7,2 % registrado seis meses atrás. En términos reales, los precios se sitúan un 33 % por debajo de los máximos alcanzados en 2007, pero con un incremento del 21 % sobre los niveles mínimos de 2014. Los indicadores basados en los precios medios nacionales no evidencian indicios de sobrevaloración generalizados de la vivienda. Además, aunque la oferta de nuevas viviendas también ha seguido avanzando (en los últimos doce meses terminados en agosto de 2018 se situó en 95.000, más de un 25 % por encima de la cifra de agosto del año pasado), los niveles actuales se sitúan muy por debajo de los alcanzados antes de la crisis. Asimismo, a pesar de que las nuevas operaciones del crédito destinado a la vivienda han mostrado un elevado crecimiento (17,7 % en septiembre, en tasa interanual), su volumen es todavía inferior al de las amortizaciones, por lo que su saldo vivo sigue contrayéndose. Una característica del ciclo expansivo actual del mercado inmobiliario es la elevada heterogeneidad, habiéndose observado una recuperación muy intensa de los precios en algunas zonas como las grandes capitales y las islas y muy moderada en otras zonas. Otro aspecto destacable es que el aumento del valor de la vivienda ha venido acompañado de un crecimiento notable de los alquileres que actúan como soporte de las valoraciones de los inmuebles, en un contexto de fuerte repunte de la demanda asociado al mayor peso del régimen de tenencia en alquiler en detrimento de la propiedad (gráfico 1.5.B).

La situación patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras ha seguido mejorando, pero algunos segmentos de estos sectores podrían ser vulnerables a un escenario de aumento de los costes de financiación

La situación patrimonial de los hogares y las empresas no financieras ha continuado mejorando, prolongando así la tendencia de los últimos años, apoyada en el avance de las rentas, el descenso de la deuda y la recuperación del valor de los activos, especialmente los inmobiliarios. Así, en el segundo trimestre de 2018 la ratio de deuda de las sociedades no financieras en relación al PIB se situaba ya por debajo del promedio de la UEM, y la de los hogares se encontraba apenas 3 pp por encima de la cifra correspondiente de los países del euro (gráfico 1.5.C). Ello, junto con los reducidos niveles del coste de la deuda hace que la carga financiera haya alcanzado cotas muy reducidas desde una perspectiva histórica. No obstante, dado el predominio de financiación a corto plazo y/o con tipos de interés variables, la situación financiera de algunos segmentos de estos sectores podría deteriorarse en escenarios de aumentos en los costes de financiación que no vengán acompañados de una mejora de sus rentas. Los agentes más vulnerables serían aquellos que acumulan un

endeudamiento elevado en relación con sus ingresos. Dentro de las empresas, la proporción de compañías más expuestas a este tipo de perturbación es comparativamente mayor entre las de menor dimensión y entre las que operan en el sector inmobiliario y de la construcción<sup>2</sup>.

El endeudamiento de las AAPP y, por ende, el del conjunto de la economía frente al resto del mundo sigue en niveles elevados

Por su parte, las AAPP continuaron reduciendo su déficit presupuestario en porcentaje del PIB, hasta situarse en el 2,7 % en junio de 2018 en términos acumulados de doce meses, lo que, junto con la recuperación del producto nominal ha contribuido a frenar el avance de la ratio de deuda pública sobre PIB. No obstante, dicha ratio se sitúa todavía en cotas muy elevadas (98,1 % del PIB), por lo que es necesario que continúen los esfuerzos para avanzar en la consolidación presupuestaria (gráfico 1.5.D). El elevado endeudamiento del sector público contribuye a que la posición financiera neta internacional de la economía española sea notablemente deudora. La consecución de saldos positivos de las balanzas por cuenta corriente y de capital con el exterior durante los últimos años (aunque con una ligera tendencia decreciente en el período más reciente), unido al crecimiento del PIB, ha permitido reducir la posición deudora neta en algo más de 17 pp desde los niveles máximos alcanzados en el segundo trimestre de 2014. Con todo, esta se situaba en el segundo trimestre de 2018 todavía en un 82,4 % del PIB. Por su parte, la deuda externa bruta de España se redujo en 0,1 pp en relación con el PIB, hasta situarse en el 168,2 %, lo que supone 6,4 pp menos que el nivel máximo alcanzado a principios de 2015.

Existen riesgos de que se produzca una evolución macroeconómica más adversa de lo previsto en un contexto en el que los elevados niveles de endeudamiento de las AAPP y de la nación frente al resto del mundo son un elemento de vulnerabilidad ante la materialización de dichos riesgos

Desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera en mayo de 2018, la situación económica y financiera de los distintos sectores no financieros de la economía española ha seguido mejorando, favorecida por la prolongación de la fase de expansión macroeconómica, el descenso del endeudamiento y los reducidos costes de financiación. No obstante, los niveles de endeudamiento de las AAPP y del conjunto de la economía frente al exterior siguen siendo altos, lo que eleva la vulnerabilidad de la economía española frente a evoluciones futuras adversas de la actividad o de las condiciones de financiación.

A corto y medio plazo se prevé que se prolongue la fase expansiva actual de la economía española, aunque a unos ritmos más moderados que en el pasado. Pero este escenario está sujeto a una elevada incertidumbre de modo que existen algunos riesgos, de origen tanto externo como interno, de que se produzca una evolución más desfavorable. Los riesgos más relevantes de origen externo están vinculados a una posible evolución adversa de las condiciones financieras globales y a una escalada de las medidas proteccionistas, a factores de índole político o geopolítico, entre los que se encuentra una salida no negociada del Reino Unido de la Unión Europea o la incertidumbre de la política presupuestaria en Italia. Los de naturaleza interna incluyen la incertidumbre sobre la orientación futura de las políticas económicas en el contexto actual de fragmentación parlamentaria en España, y un eventual repunte de las tensiones políticas en Cataluña.

<sup>2</sup> Véase Recuadro «El impacto de un aumento de los costes de financiación sobre la situación económica y financiera de las empresas no financieras españolas», Boletín Económico del Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T3/Fich/beaa1803-art23-Rec.pdf>

2.1 Evolución de los riesgos bancarios

2.1.1 RIESGO DE CRÉDITO

En junio de 2018 el activo consolidado se redujo un 0,5 % en tasa interanual por la evolución de la actividad en España

La actividad en el exterior se concentra en Reino Unido, EE.UU., México, Brasil, Portugal y Turquía

La actividad en países emergentes se dirige principalmente a financiar a hogares y sociedades no financieras

Exposición Internacional

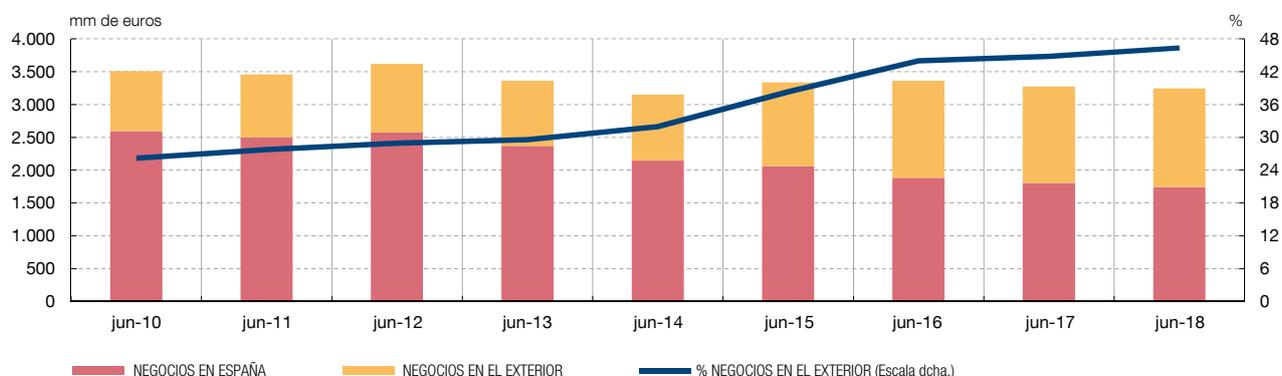
El activo de las entidades de depósito españolas a nivel consolidado se situó en junio de 2018 en 3.551 mm de euros (véase Anejo 1), importe un 0,5 % inferior al observado en junio de un año antes. Esta leve reducción del activo consolidado es resultado de la evolución de la actividad en España, cuyos activos financieros se redujeron un 2,8 % en tasa interanual. Por el contrario, las entidades españolas aumentaron el volumen de activos financieros en el exterior respecto al mismo mes del año anterior (2,5 % en tasa interanual), y ello, a pesar de la fuerte depreciación que han experimentado las divisas de algunos países en los que las entidades españolas mantienen una presencia relevante, como se ha señalado en el capítulo 1. De esta forma, los activos financieros en el exterior han aumentado hasta superar el 45 % del total de activos financieros consolidados en junio de 2018 (véase gráfico 2.1).

El gráfico 2.2.A muestra la distribución geográfica de los préstamos en el exterior de aquellas entidades españolas con exposición internacional relevante. Como se observa en el gráfico, la actividad en el exterior de las entidades españolas se concentra principalmente en 6 países que representan más del 70 % de los préstamos en el exterior: Reino Unido (28,2 %), EE.UU. (14,9 %), México (8,6 %), Brasil (8 %), Portugal (6,5 %) y Turquía (4,6 %).

Por otra parte, el gráfico 2.2.B muestra, para los principales países emergentes en los que las entidades españolas están presentes, la distribución geográfica de los préstamos que se dirigen principalmente a la financiación de hogares y sociedades no financieras. En Turquía y Perú destaca la importancia del crédito a sociedades no financieras (por encima del 50 % del total), mientras que en Chile, Polonia y Colombia el crédito a hogares supera el 50 % del total. En Brasil y Argentina destaca la importancia de los depósitos en bancos centrales (superior al 20 % del total). Finalmente, en México la proporción entre préstamos a hogares y sociedades no financieras es más equilibrada.

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. ACTIVOS FINANCIEROS (a)  
Datos consolidados

GRÁFICO 2.1



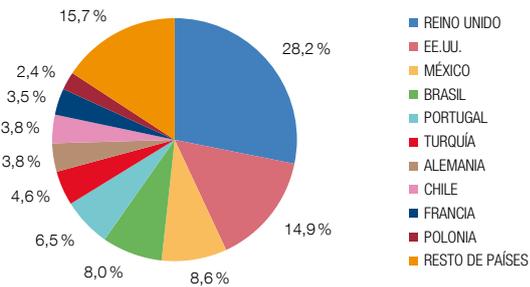
FUENTE: Banco de España.

a El total de activos financieros, que representa más del 90 % del activo total, incluye préstamos, valores representativos de deuda, derivados e instrumentos de patrimonio, y sobre esta magnitud se realiza la distribución entre negocios en España y en el exterior.

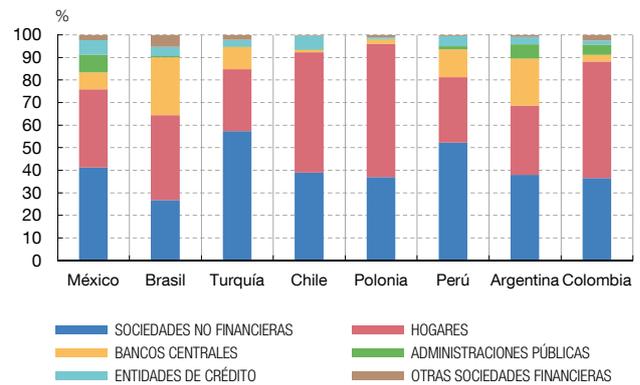
EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS  
Datos consolidados

GRÁFICO 2.2

A DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS



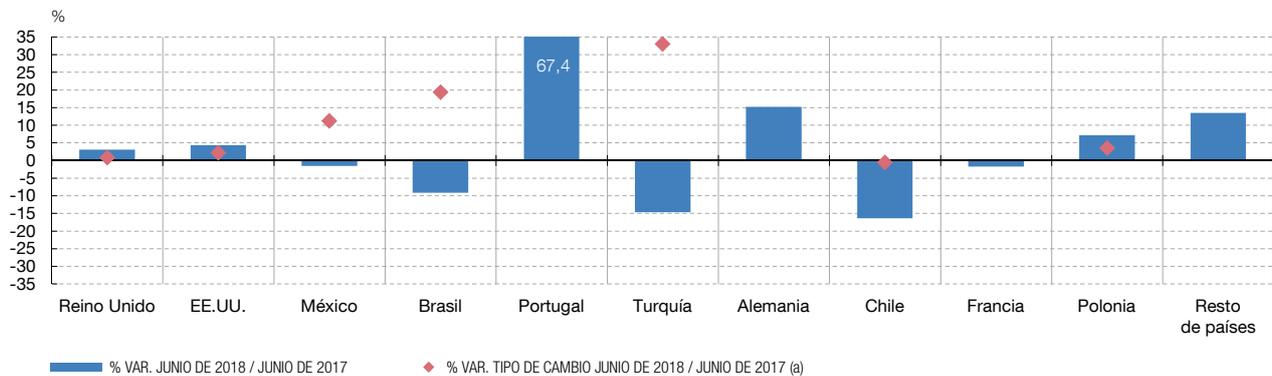
B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS PRÉSTAMOS POR CONTRAPARTE  
Países emergentes



FUENTE: Banco de España.

EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. PRÉSTAMOS. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL EN EUROS  
Datos consolidados

GRÁFICO 2.3



FUENTE: Banco de España.

a Un valor positivo (negativo) de la tasa de variación indica una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa.

La evolución de la actividad en el exterior se ha visto influida por la apreciación generalizada del euro, especialmente frente a las divisas de los principales países emergentes en los que operan las entidades de depósito españolas (México, Brasil y Turquía)

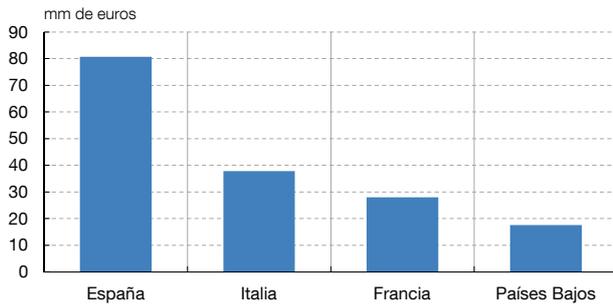
El gráfico 2.3 muestra las tasas de variación en euros de los préstamos en los principales países junto con la evolución del tipo de cambio de sus respectivas divisas. Entre junio de 2017 y junio de 2018, el euro experimentó una apreciación generalizada respecto al resto de las divisas, y en particular, frente a la lira turca (33 %), el real brasileño (19,4 %) y el peso mexicano (11,2 %). La apreciación del euro frente a estas divisas contribuye a explicar la reducción en el volumen de préstamos en Turquía (-14,7 %), Brasil (-9,2 %) y México (-1,6 %). En Chile el volumen de préstamos se redujo un 16,4 %, a pesar de que el euro se depreció ligeramente (-0,5 %) respecto al peso chileno, debido en cierta medida a la venta de parte del negocio bancario por una entidad española. Por el contrario, en Reino Unido, EE.UU y Polonia, el volumen de préstamos creció a pesar de la apreciación del euro frente a sus respectivas divisas. En Portugal, la integración de un banco portugués por una entidad española provocó un aumento significativo del volumen de préstamos (67,4 %).

La fuerte apreciación del euro frente a las divisas de los principales países emergentes en los que operan las entidades españolas entre junio de 2017 y junio de 2018, se ha visto agravada en el tercer trimestre de 2018, y en particular, a raíz de crisis desatada en Turquía el pasado mes de agosto que provocó un aumento significativo de la volatilidad en los

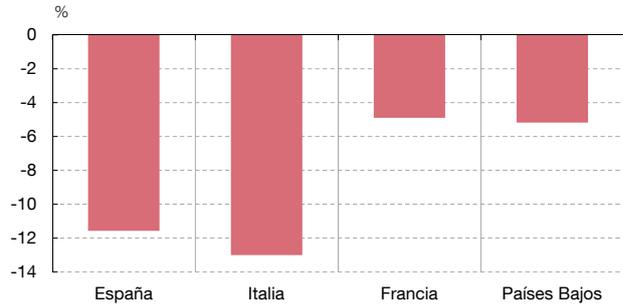
## EXPOSICIÓN A TURQUÍA Y EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL BANCO CON MAYOR EXPOSICIÓN A DICHO PAÍS

GRÁFICO 2.4

A VALOR DE LA EXPOSICIÓN FRENTE A TURQUÍA  
Junio de 2017



B VARIACIÓN DE LA COTIZACIÓN  
29 de junio de 2018 vs 31 de agosto de 2018

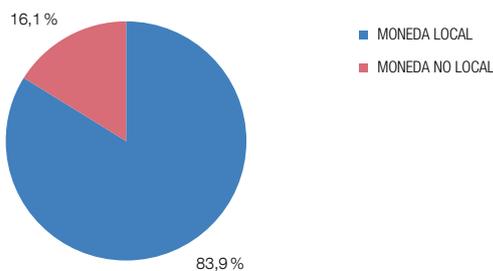


FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Datastream.

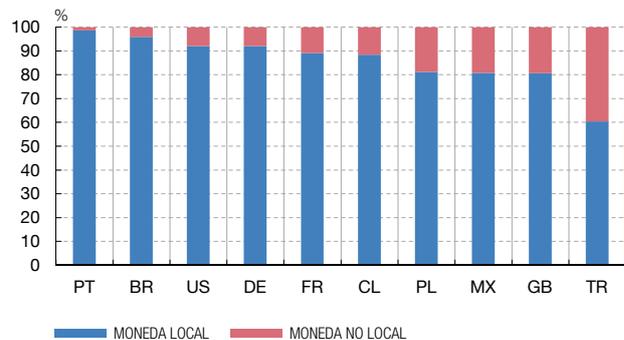
## EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. ACTIVIDAD EN MONEDA LOCAL Datos consolidados

GRÁFICO 2.5

A EXPOSICIÓN INTERNACIONAL POR TIPO DE MONEDA



B EXPOSICIÓN INTERNACIONAL POR TIPO DE MONEDA  
Distribución geográfica



FUENTE: Banco de España.

mercados de divisas, y terminó afectando a la cotización de muchos bancos europeos. El gráfico 2.4 muestra la evolución de la cotización de aquellos bancos europeos con mayor exposición a Turquía. El Recuadro 2.1 describe con mayor detalle la evolución de la situación macrofinanciera de este país y su potencial impacto en las entidades bancarias con presencia en dicho país.

En relación con las exposiciones internacionales cabe destacar dos puntos relevantes, en primer lugar, el hecho de que la naturaleza de los riesgos que afectan a las exposiciones de las economías avanzadas y emergentes son distintos. Los primeros están más relacionados con un potencial cambio en la valoración del precio de los activos, mientras que los de las emergentes están más relacionados con repuntes en la morosidad. El segundo elemento a considerar es el hecho de que las entidades de depósito españolas en su operativa en el exterior siguen un modelo de gestión de su liquidez y financiación descentralizado en el que cada filial debe gestionar sus necesidades de forma autónoma. Además, como se observa en el gráfico 2.5, la actividad en el exterior se realiza mayoritariamente en la moneda local de los países en los que desarrollan su actividad. En particular, en junio de 2018 el 83,9 % de los activos financieros en el exterior estaban denominados en la moneda local del país en el que estos activos estaban localizados. Por países, en Portugal, Brasil, EE.UU. y Alemania la actividad local en moneda local

La economía turca ha venido mostrando claras señales de sobrecalentamiento desde 2017, resultado de unas políticas fiscales y monetarias laxas y de medidas de estímulo del crédito que han acentuado los principales desequilibrios macroeconómicos. Así, en un contexto de elevado crecimiento del PIB, que alcanzó una tasa del 7,4% en 2017 y en el primer trimestre de 2018, para moderarse ligeramente al 5,2% en el segundo trimestre de 2018, la tasa de inflación se ha mantenido por encima del 10% en el último año y medio, llegando en septiembre al 24,5%, la más elevada registrada en quince años y muy por encima del objetivo del banco central de Turquía, que se sitúa en el 5%.

La dependencia de la financiación externa y los reducidos colchones disponibles (reservas internacionales) constituyen la principal vulnerabilidad de la economía turca. El déficit por cuenta corriente ha venido ampliándose, hasta situarse en el 6,5% del PIB a mediados de 2018. Además, sólo una pequeña parte del mismo se

cubre con inversión extranjera directa, mientras que las reservas internacionales del banco central (sin incluir las que pertenecen a los bancos) apenas cubren dos meses de importaciones. La deuda externa bruta se sitúa en el 53% del PIB, y está denominada predominantemente en moneda extranjera (un 58% en dólares y un 33% en euros); además, un cuarto de la misma es a corto plazo, lo que contribuye a elevar las necesidades anuales de refinanciación externa, que ascienden a cerca del 27% del PIB. La mayor parte de esta deuda externa corresponde al sector privado, en particular al sector bancario y corporativo que se financian en gran medida en moneda extranjera, lo que les hace vulnerables a un deterioro de las condiciones financieras y a una depreciación del tipo de cambio. Por último, hay que señalar que aunque las cuentas públicas se encuentran bastante saneadas, el déficit del gobierno central también se ha deteriorado, y se prevé que a finales de año se acerque al 2% del PIB, mientras que la deuda pública se encuentra en el 28% del PIB.

Gráfico A  
PIB Y CONTRIBUCIONES A SU CRECIMIENTO

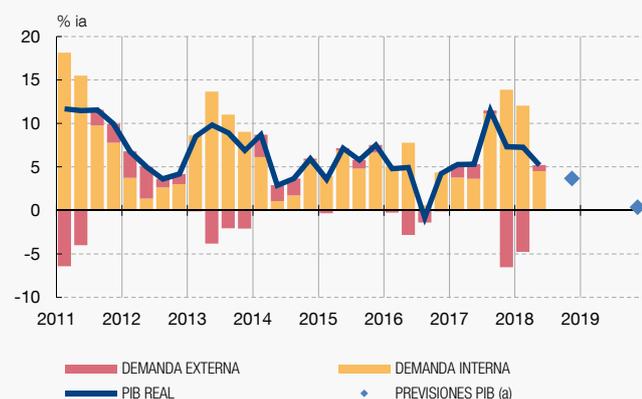


Gráfico B  
POSICIÓN EXTERIOR (media móvil 12 meses)

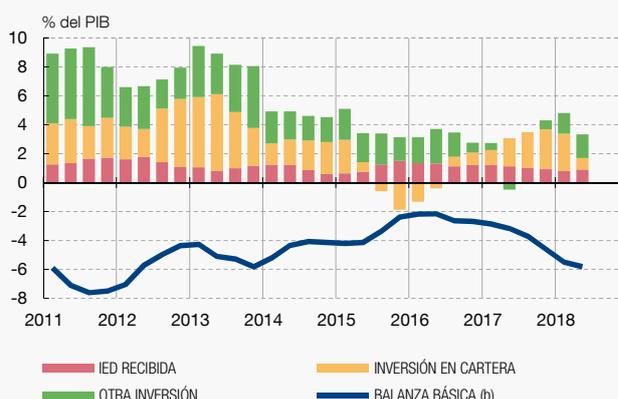


Gráfico C  
TURQUÍA: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

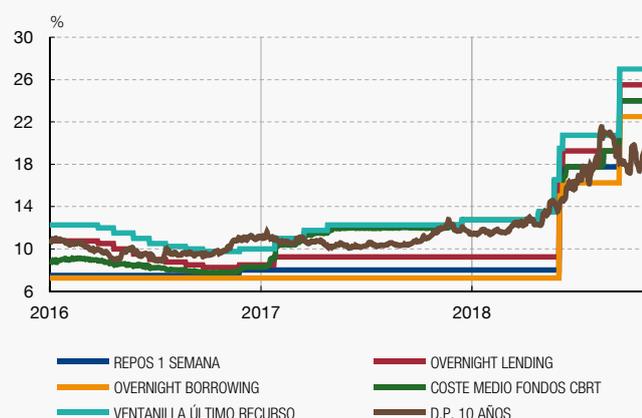


Gráfico D  
TURQUÍA: INFLACIÓN Y TIPOS DE CAMBIO



FUENTES: Datastream, Banco de Turquía, Secretaría del Tesoro de Turquía y Fondo Monetario Internacional.

a Previsiones del FMI.

b Balanza por cuenta corriente + IED.

En este contexto, el pasado mes de abril el presidente turco decidió adelantar las elecciones presidenciales (previstas para noviembre de 2019) a junio de 2018, alimentando las preocupaciones ya existentes entre los inversores internacionales respecto a un mayor intervencionismo económico y a posibles injerencias en la independencia del banco central. De hecho, tras elevar el tipo de interés oficial en 500 pb entre abril y junio (hasta el 17,75 %), el banco central mantuvo los tipos de interés sin cambios en agosto, en un contexto de turbulencias en los mercados financieros emergentes. Esto propició nuevos ataques sobre la lira turca, a los que se sumaron a los pocos días los efectos de la escalada de las tensiones geopolíticas entre Turquía y Estados Unidos (con represalias mutuas en el ámbito comercial). De esta manera, en lo que va de año la lira turca se ha depreciado alrededor de un 50 % en términos efectivos nominales y el tipo de interés de la deuda soberana de Turquía ha subido desde el entorno del 12-14 %, a finales de diciembre de 2017, hasta el 21 % actual, el *spread* soberano (EMBI) ha aumentado en 300 pb y la bolsa turca ha caído más de un 20 %.

En términos de la respuesta de las políticas económicas, el banco central y la agencia de supervisión bancaria adoptaron una serie de medidas durante el mes de agosto para proporcionar liquidez al sistema bancario y frenar la depreciación de la lira. Desde mediados de agosto el suministro de liquidez a los bancos pasó a realizarse al tipo de préstamo *overnight*, lo que supuso una subida de tipos efectiva de 150 pb, hasta el 19,25 %. En la reunión de política monetaria de septiembre, el banco central decidió elevar el tipo oficial en 6,25 pp, hasta el 24 %, logrando calmar a los mercados. En el ámbito fiscal, el gobierno turco anunció un plan de ajuste, aún sin concretar, para reducir el déficit público, si bien también ha anunciado recortes a los tipos impositivos. Así mismo, ha reiterado que no aplicarán controles a la salida de capitales. El gobierno se ha acercado a países como Qatar, Rusia o China para obtener financiación exterior. De hecho, a mediados de agosto Qatar anunció inversiones directas en Turquía por valor de 15 mm de dólares y los bancos centrales de ambos países firmaron un acuerdo *swap* por 3 mm de dólares.

En este contexto de deterioro financiero y ajuste intenso, aunque reactivo, de las políticas económicas, las perspectivas económicas para Turquía son de una intensa desaceleración a partir de la se-

gunda mitad de 2018, como ya atestiguan los indicadores de alta frecuencia más recientes, pudiendo entrar en recesión en 2019.

El único banco español que tiene intereses económicos significativos en Turquía es el BBVA, a través de su participación en el banco turco Türkiye Garanti Bankası A.Ş (Garanti). BBVA es el mayor accionista de este banco con una participación del 49,9 %. Garanti es el segundo mayor banco privado de Turquía y el tercero si se incluyen los bancos públicos, con una cuota de mercado en activos totales del 11 % en junio de 2018. Cuenta con 73 mm de euros en activos, lo que supone el 11 % del total activo del grupo BBVA. Garanti obtuvo 748 millones de euros de beneficio neto en junio de 2018, si bien aporta, en función de la participación de BBVA en el banco turco, 373 millones de euros, lo que supone un 14 % del beneficio atribuido del grupo (2,6 mm de euros).

Garanti es un banco comercial, que tiene autonomía financiera respecto al BBVA (los préstamos intragrupo son muy reducidos), conforme al modelo de negocio descentralizado que caracteriza a la operativa internacional de la banca española. Esto implica que potenciales problemas de liquidez de una entidad no se extiendan y afecten a la totalidad del grupo; no existen obligaciones establecidas ni líneas de liquidez comprometidas desde el grupo hacia la filial. Además, BBVA realiza coberturas parciales para mitigar la fluctuación de la lira turca en el valor de los fondos propios y en el beneficio que aporta su participada. Desde la perspectiva de la solvencia, en el caso hipotético extremo de la venta de esta participación por un importe mínimo, el impacto en la ratio de capital CET1 sería muy reducido.

En relación a la evolución futura de la filial turca, las principales preocupaciones son, por un lado, la renovación de la financiación mayorista en moneda extranjera. El único vencimiento este año es en noviembre, un préstamo sindicado con un tramo en dólares, de 405 millones y otro, en euros, de 649 millones. Por otro lado, la desaceleración económica y la depreciación de la lira turca, que van a tener un impacto relevante en el deterioro de la calidad de la inversión crediticia, y en particular, en los acreditados que se financian en moneda extranjera (alrededor del 40 % a junio de 2018, concentrado en empresas). En el escenario central que manejan los principales organismos internacionales en la actualidad, el impacto que esto tendría en la solvencia del grupo sería limitado.

---

representan más del 90 % del total de activos financieros, seguidos de Francia y Chile, países en los que esta cifra se sitúa por encima del 85 %, y Polonia, México y Reino Unido, donde las actividades en moneda local representaban en torno a un 80 % del total de activos financieros. Finalmente, en Turquía el porcentaje de la actividad en liras turcas se situaba en el 60 % del total, siendo por tanto el país donde la actividad local en moneda local es menor.

## Activos dudosos totales

Los activos dudosos a nivel consolidado se redujeron un 21,6 % en tasa interanual

Los activos dudosos a nivel consolidado (que incluyen tanto crédito como valores de renta fija) continuaron su descenso en el primer semestre de 2018 hasta alcanzar un volumen total de 108,2 mm de euros, lo que supone una reducción del 21,6 % en tasa interanual (véase Anejo 1). De este modo, el porcentaje que los activos dudosos representan sobre el activo consolidado de las entidades de depósito españolas, se situó en junio de 2018 en el 3 %, frente al 3,9 % observado en junio de 2017.

La ratio de morosidad total se situó en el 3,6 %, y la del crédito en el 4,1 %

Esta reducción del volumen total de activos dudosos a nivel consolidado situó la ratio de morosidad total en junio de 2018 en el 3,6 %, con una reducción de la ratio de 97 pb respecto a la registrada un año antes (4,5 %). Sin incluir los valores de renta fija, la ratio de morosidad del crédito se redujo desde el 5,3 % en junio de 2017 hasta el 4,1 % un año después.

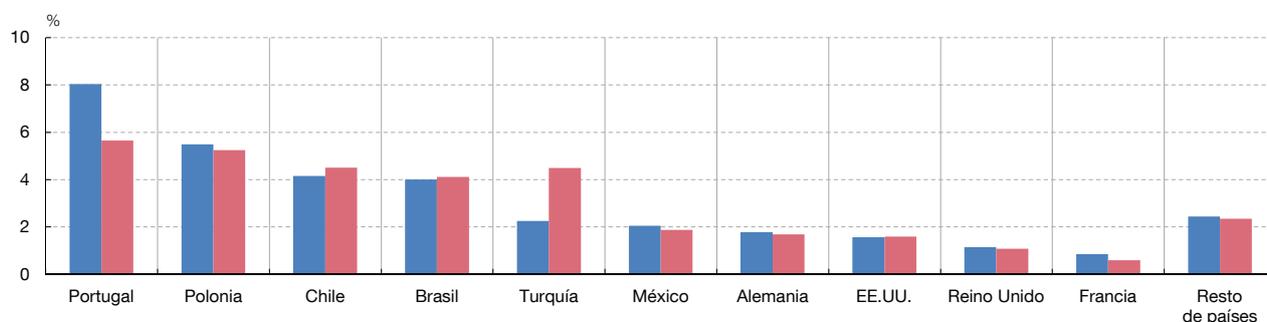
La ratio de morosidad del crédito se mantuvo, con carácter general, estable en los principales países con presencia de entidades de depósito españolas, excepto en Portugal y Turquía,...

El gráfico 2.6 muestra la evolución de los préstamos dudosos en el exterior entre junio de 2017 y junio de 2018. El comportamiento en los 6 países que, en términos agregados, representan más del 70 % de los préstamos en el exterior, ha sido dispar (véase gráfico 2.6.A). Así, mientras que en Reino Unido, EE.UU. y México, la ratio de morosidad del crédito se mantuvo por debajo del 2 %, en Portugal ha pasado del 8 % en junio de 2017 al 5,5 % en junio 2018, si bien, este descenso fue resultado del aumento del volumen del crédito debido a la integración de un banco portugués en una entidad española, puesto

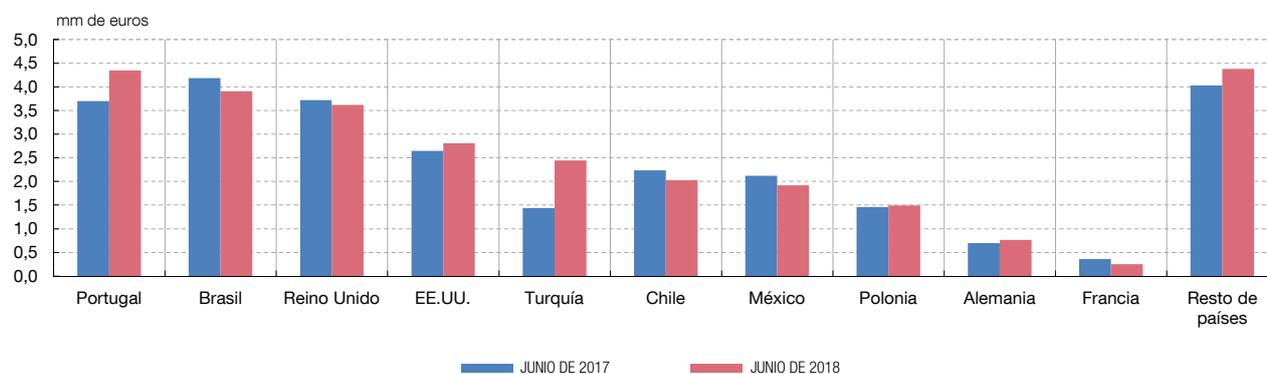
## EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. PRÉSTAMOS DUDOSOS Datos consolidados

GRÁFICO 2.6

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

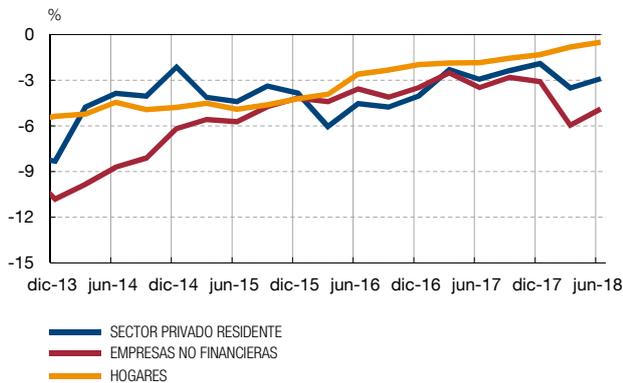


B EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE PRÉSTAMOS DUDOSOS EN EL EXTERIOR  
Junio de 2017 y Junio de 2018

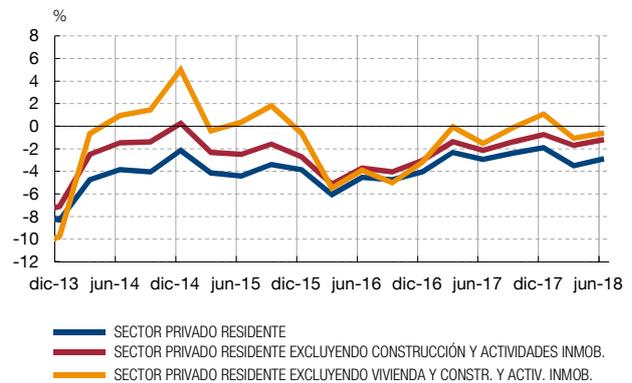


FUENTE: Banco de España.

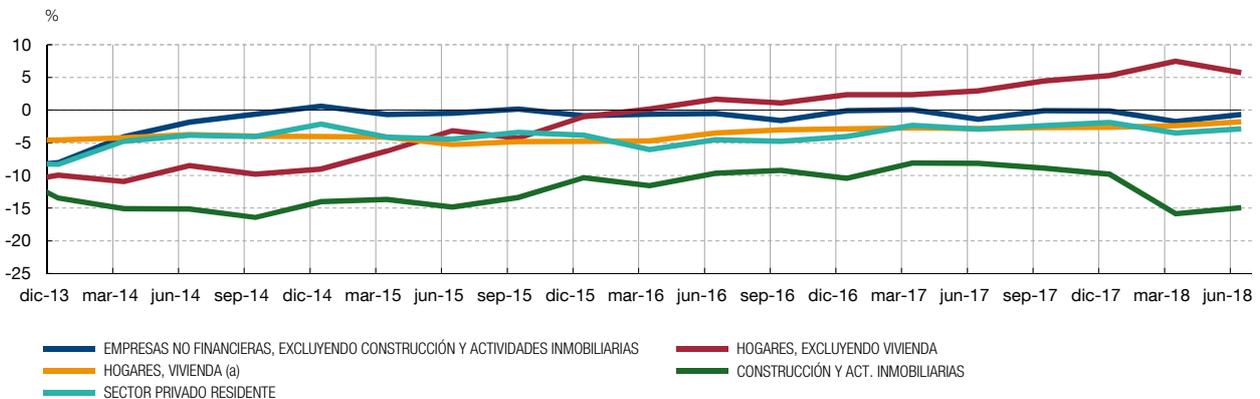
A TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE POR SECTORES INSTITUCIONALES



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



C TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE POR SECTORES INSTITUCIONALES Y DE ACTIVIDAD



FUENTE: Banco de España.

a Esta serie incluye titulizaciones.

...que mostraron un comportamiento dispar

que el volumen de crédito dudoso ha aumentado (véase gráfico 2.6.B). Por el contrario, en Turquía, la ratio se duplicó hasta alcanzar el 4,5 %. Respecto al resto de países, en Brasil y Chile la ratio se mantuvo entre el 4 % y 4,5 %, y en Polonia ligeramente por encima del 5 %. En Alemania y Francia, la ratio continuó en el entorno del 2 % y 1 %, respectivamente.

### Exposición Doméstica

Los datos que proporcionan los estados financieros individuales permiten analizar la actividad de las entidades de depósito en sus negocios en España. En líneas generales, en el último semestre se han mantenido los principales hechos que han caracterizado a la actividad doméstica en los últimos años: descenso moderado del crédito e importante reducción de los activos problemáticos. De hecho, es la evolución de estos activos la que, en buena medida, explica el descenso del crédito, como se verá más adelante.

El crédito al sector privado residente mantuvo la tendencia...

En junio de 2018, el crédito concedido por parte de las entidades de depósito al sector privado residente en España descendió un 2,9% en tasa interanual (véase gráfico 2.7.A). Dicha tasa es muy similar a la observada doce meses antes y, en realidad, también muy

...de los últimos trimestres, con un moderado descenso

El crédito a hogares moderó el descenso con respecto a periodos anteriores, mientras en el caso de las empresas no financieras dicha reducción se aceleró

En hogares, fue el crédito para fines distintos de la adquisición de vivienda el que mostró un comportamiento más positivo, con un crecimiento del 5,7 % en tasa interanual

Por su parte, en empresas no financieras, destacó el fuerte descenso adicional en construcción y actividades inmobiliarias, motivado, en parte, por la venta de créditos morosos de este sector

parecida a todas las que se han venido registrando desde principios de 2017. Con ello, el saldo vivo del crédito al sector privado residente se situó en los 1.174 mm de euros, con una reducción acumulada de 677 mm de euros desde el máximo de diciembre de 2008, lo que representa un descenso del 37 %.

Desde el anterior IEF, el crédito concedido a hogares se ha comportado de forma algo más positiva que el total de crédito, mientras que el destinado a las empresas no financieras ha evolucionado en sentido contrario. En particular, el crédito a hogares descendió en junio de 2018 un 0,5 % en tasa interanual, frente al -1,8 % observado en junio de 2017 y el -1,3 % registrado en diciembre de ese mismo año. Mientras, el crédito a empresas no financieras descendió un 4,9 % en el último año, frente a un dato del -3,5 % mostrado en junio de 2017 o del -3,1 % en diciembre. Esa diferente tendencia se debe a dos factores: por un lado, el incremento en el crédito al consumo, y por otro el notable descenso adicional en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, en gran medida como consecuencia de la venta de parte de la cartera de crédito moroso. De hecho, si se excluye el crédito a construcción y actividades inmobiliarias del total del crédito al sector privado residente, la evolución es más positiva, habiéndose limitado la caída en el último año hasta el 1,2 % (véase gráfico 2.7.B). Si, además, se excluye el crédito concedido para la adquisición de vivienda (el otro gran segmento de crédito que ha sufrido un mayor ajuste desde el comienzo de la crisis), las tasas de variación se acercan al crecimiento nulo. Adicionalmente, no hay que olvidar el papel que en la reducción del crédito a empresas ha tenido el aumento de los márgenes empresariales y parte de las medidas no convencionales de política monetaria del Banco Central Europeo, en concreto, su programa de compras de títulos privados.

En cuanto al crédito concedido a hogares, existe una notable divergencia entre la evolución del destinado a adquisición de vivienda y el concedido para otros fines, fundamentalmente crédito al consumo. Mientras el primero mostró un descenso del 1,8 % en tasa interanual en junio de 2018, el segundo creció un 5,7 % en el mismo periodo, continuando con la tendencia al alza mostrada desde mediados de 2016, cuando se registraron las primeras tasas de variación positivas en este segmento del crédito (véase gráfico 2.7.C). Para un mayor detalle de la evolución reciente del crédito al consumo, véase el Recuadro 2.2.

En lo que se refiere al crédito otorgado a las empresas no financieras, este también mostró un comportamiento muy diferenciado en función del sector de actividad de la empresa a la que se destina el crédito. Mientras el crédito a construcción y actividades inmobiliarias descendió un 14,9 % en el último año (descenso mayor al observado en junio de 2017, del 8,1 %), el concedido al resto de sectores de actividad registró una tasa negativa de tan solo un 0,7 % interanual. Es necesario destacar que el crédito a empresas no financieras destinado a actividades distintas de las inmobiliarias o de construcción viene teniendo un comportamiento muy similar desde 2014, con tasas muy cercanas al 0 % en todos los casos.

La evolución de los activos dudosos ha repercutido de forma muy importante en las tasas de variación del crédito. De hecho, si se considera exclusivamente el crédito calificado como normal (no dudoso), el saldo vivo total de las entidades de depósito habría descendido tan solo un 0,7 % en tasa interanual, y se habrían alcanzado tasas de variación positivas, del 1,5 %, en los sectores de empresas no financieras distintas de construcción y actividades inmobiliarias.

En el anterior IEF se analizó de manera especial el crédito al consumo señalando que la evolución de este segmento de crédito junto a su morosidad se seguiría con detalle en los futuros trimestres. Cumpliendo con este cometido, se presenta este Recuadro que sirve de continuación y ampliación del Recuadro 2.1 del IEF de mayo de 2018. Dentro del crédito a hogares no destinado a vivienda se puede distinguir el crédito al consumo y el crédito a otras finalidades. Este Recuadro se centra en el examen del crédito al consumo, y sus dos componentes: el crédito para adquisición de bienes de consumo duradero y el crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes. Además, en la segunda parte del Recuadro se extiende el análisis para incluir a los establecimientos financieros de crédito (EFCs), entidades cuya importancia en la concesión del crédito al consumo no es desdeñable, como luego se mostrará.

En el gráfico A se observa la evolución creciente del volumen de crédito al consumo en los últimos años<sup>1</sup>, desde los 44,4 mm de euros de junio de 2015 a los 62,8 mm de euros de junio de 2018 (lo que supone un crecimiento superior al 40%). Dentro del crédito al

consumo se puede ver que el crédito para adquisición de bienes duraderos es el responsable de la mayor parte del crecimiento, pasando de 20,5 mm de euros en junio de 2015 a casi 35 mm de euros en junio de 2018 (un crecimiento del 70%), mientras que el crédito para adquisición de bienes y servicios corrientes también crece pero lo hace en menor medida (de 23,9 mm de euros a 27,9 mm de euros, un 16,5%). Así, el peso del crédito para bienes duraderos ha subido 10 pp en los últimos tres años, del 46% de junio de 2015 al 56% de junio de 2018. En cualquier caso, el peso del crédito al consumo concedido por las entidades de depósito respecto al crédito total al sector privado residente es del 5,3%.

Desde el anterior IEF se observa una cierta desaceleración del crédito al consumo para adquisición de bienes duradero en las entidades de depósito españolas desde el 27% en diciembre de 2017 y 28% en marzo de 2018 al 23% en junio de 2018.

1 Los datos que aparecen en este Recuadro incluyen, a partir de julio de 2017, el negocio de un antiguo establecimiento financiero de crédito que se integra en una entidad de depósito en esa fecha.

Gráfico A  
EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO AL CONSUMO  
Entidades de depósito

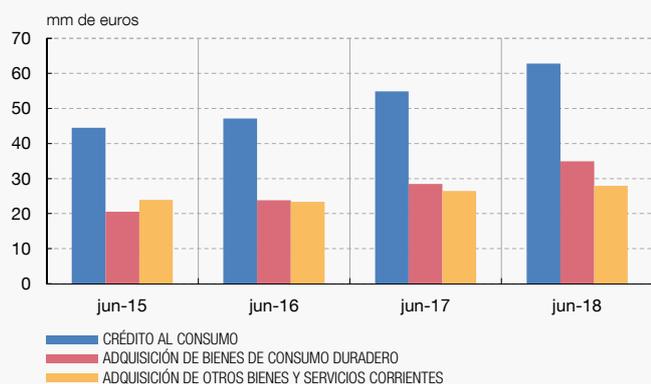


Gráfico B  
DESCOMPOSICIÓN DE LA RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE BIENES DE CONSUMO DURADERO  
Entidades de depósito

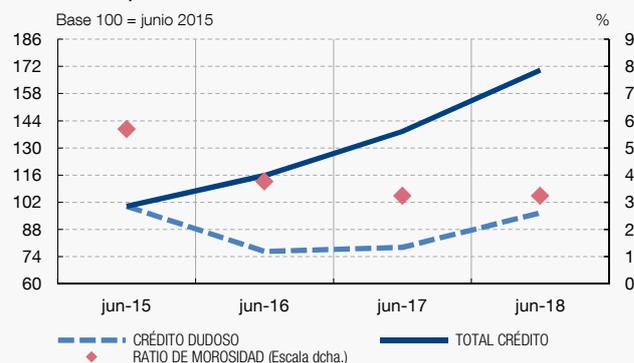


Gráfico C  
DESCOMPOSICIÓN DE LA RATIO DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE OTROS BIENES Y SERVICIOS CORRIENTES  
Entidades de depósito

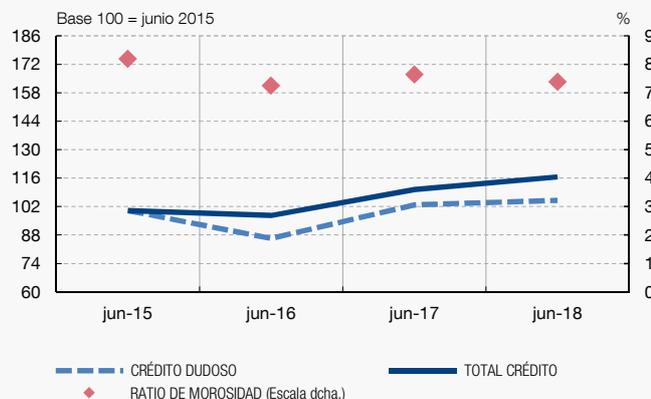
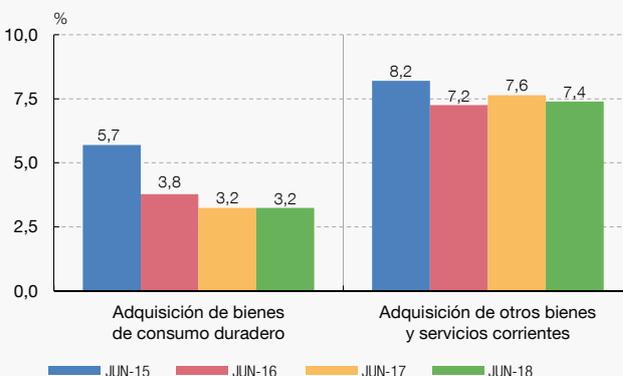
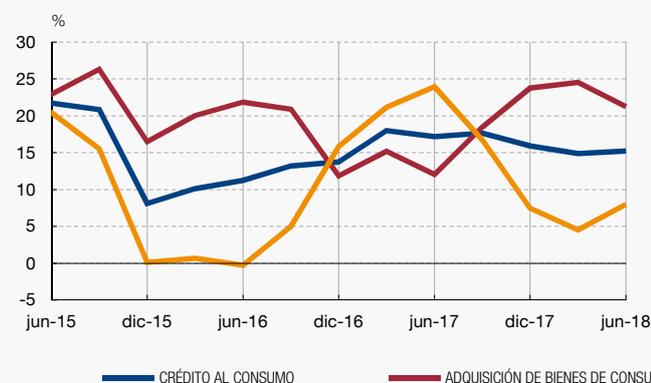


Gráfico D  
RATIO DE MOROSIDAD DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO AL CONSUMO  
Entidades de depósito

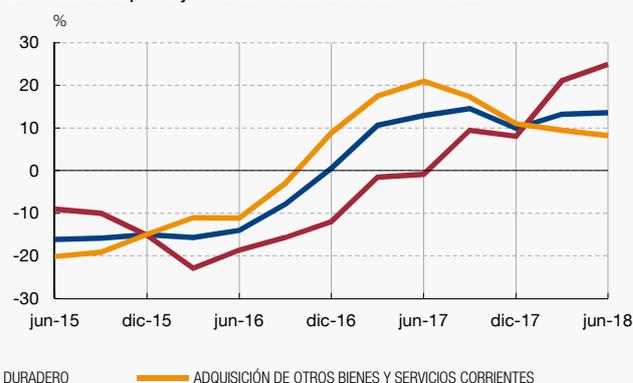


FUENTE: Banco de España.

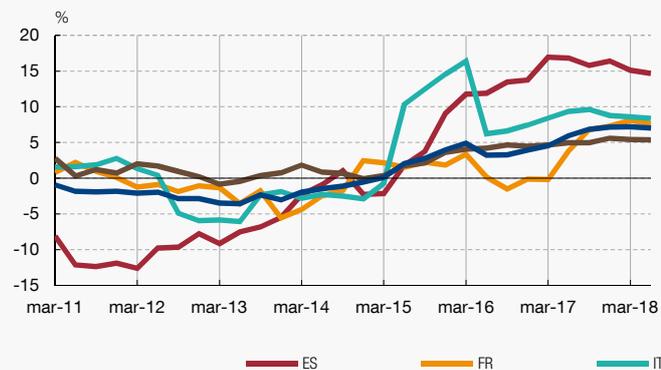
**Gráfico E**  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO AL CONSUMO  
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito



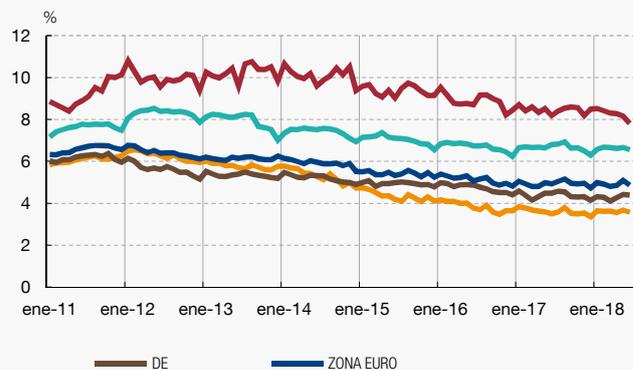
**Gráfico F**  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS DUDOSOS DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO AL CONSUMO  
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito



**Gráfico G**  
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL CONSUMO EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA ZONA EURO  
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito



**Gráfico H**  
TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA ZONA EURO  
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

En cuanto a la morosidad de estos créditos, los dudosos del crédito al consumo han aumentado en el último año un 8,6%, crecimiento que viene determinado por el fuerte aumento de los dudosos del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero. Los dudosos de este segmento de crédito han crecido un 22,6% entre junio de 2017 y junio de 2018, mientras que los dudosos del crédito para compra de otros bienes y servicios corrientes han crecido en mucha menor medida, apenas un 2,1%. Desde el anterior IEF, la tasa de crecimiento de los dudosos en bienes duraderos se ha acelerado notablemente, pasando del 7% en diciembre de 2017, al 19% en marzo de 2018 hasta el mencionado 22,6% en junio de 2018.

Los gráficos B y C descomponen en variaciones del numerador (dudosos) y denominador (crédito) las ratios de morosidad del crédito para bienes duraderos y para otros bienes y servicios corrientes, respectivamente. El gráfico B muestra que la ratio de morosidad del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero se ha reducido en los últimos años debido al incremento continua-

do del crédito, ya que los dudosos en 2018 son similares a los dudosos en 2015, alrededor de los 1,1 mm de euros. Sin embargo, la dinámica de la morosidad durante el último año para este tipo de crédito ha mostrado una variación significativa, revertiendo la caída mostrada con anterioridad e incrementándose su volumen por encima del 20%, repunte que ha tenido lugar en un contexto de crecimiento de la actividad económica y descenso en la tasa de desempleo. Por su parte, en el gráfico C se puede ver que la ligera reducción de la ratio de morosidad del crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes en el último año se debe a que el incremento del crédito (1,5 mm de euros) fue ligeramente mayor que el incremento de los dudosos (0,04 mm de euros).

Finalmente, en el gráfico D se presentan las ratios de morosidad de los dos componentes del crédito al consumo. La ratio de dudosos del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero se situaba en el 3,2% en junio de 2018, mientras que la ratio del crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes lo hacía en el 7,4%. Desde 2015, ambas ratios se han reducido

pero la ratio de morosidad del crédito para bienes duraderos lo ha hecho en mayor medida. En cualquier caso, conviene tener presente que existe un cierto desfase temporal entre el crecimiento del crédito y el crecimiento del crédito dudoso, de modo que aunque las ratios de morosidad aún no están aumentando, habrá que estar especialmente atentos a su evolución, porque el incremento acelerado del crédito al consumo podría traducirse en un futuro en mayores aumentos de su morosidad.

A continuación, en el resto de Recuadro, se añade al análisis del crédito al consumo el concedido por los establecimientos financieros de crédito, que en junio de 2018 superaba los 22 mm de euros, por lo que representa un 26,2 % del crédito al consumo concedido conjuntamente por entidades de depósito y EFCs. El 70% del negocio de crédito al consumo de EFCs corresponde a entidades dependientes de los bancos españoles, estando el resto, mayoritariamente, en manos de compañías financieras de empresas fabricantes de automóviles y algunas sucursales de la banca extranjera, europea en particular. El crédito al consumo otorgado por entidades de depósitos y EFCs aumentó un 15,2 % en tasa interanual en junio de 2018, lo que supone un crecimiento similar, aunque ligeramente inferior, al de los últimos trimestres. De entre sus componentes, como se observa en el gráfico E, el mayor crecimiento corresponde al crédito para adquisición de bienes de consumo duradero, que aumentó un 21,3 % en junio de 2018, ralentizando el crecimiento registrado en trimestres anteriores. El crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes creció un 8 %, acelerando su crecimiento respecto al período anterior.

En cuanto a los dudosos, en los últimos trimestres se ha producido un mayor incremento de los activos dudosos del crédito para adquisición de bienes de consumo duradero (24,9 % en junio 2018) hasta los 1,4 mm de euros, superando la tasa de variación de los dudosos del crédito para adquisición de otros bienes y servicios corrientes (8,2 %), que crecen hasta los 2,6 mm de euros. Estos comportamientos dan como resultado un crecimiento del 13,6% de los dudosos del crédito al consumo en junio de 2018 (véase gráfico F). Estas tasas son algo superiores a las que se observan para las entidades de depósito de forma aislada, en especial en el crédito para otros bienes y servicios corrientes (8,6% para el crédito al consumo, 22,6 % para los bienes duraderos y 2,1 % para bienes corrientes). La ratio de morosidad del crédito para bienes duraderos es relativamente menor, 2,9 % en junio de 2018, que la del crédito para otros bienes y servicios corrientes, 7,1 %, de modo que, al igual que al considerar solo las entidades de depósito, el crédito para adquisición de bienes de consumo duradero es comparativamente mejor en términos de calidad crediticia. Ambas ratios son ligeramente inferiores a las del crédito concedido únicamente por entidades de depósito, y su evolución en los últimos años es muy similar a la comentada anteriormente para las entidades de depósito.

En la comparativa europea<sup>2</sup> reflejada en el gráfico G, se observa que se mantiene la tendencia explicada en el anterior IEF. El crédito

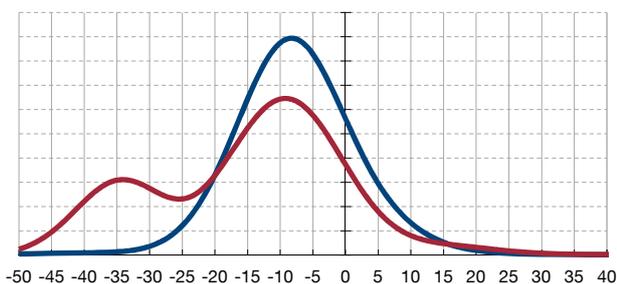
al consumo en España sigue creciendo a tasas significativamente mayores que las de los principales países europeos (la media europea se situaba en el 7 % en junio de 2018), como viene ocurriendo desde mediados de 2016. La evolución de los últimos años contrasta con la observada en 2011 y 2012 cuando el crédito al consumo en España caía con mayor intensidad que en el resto de países de nuestro entorno, por lo que el comportamiento reciente puede explicarse, al menos en cierta medida, por unos niveles de partida inferiores que se están recuperando. Este comportamiento podría reflejar la materialización de decisiones de consumo postpuestas en períodos anteriores, en base a la mejora de la actividad económica y el empleo.

En cuanto al precio de este segmento de crédito, en el gráfico H se observa que los tipos de interés de los nuevos créditos al consumo con un vencimiento de entre 1 y 5 años concedidos en España vienen siendo sensiblemente superiores a los aplicados por los principales países europeos. En junio de 2018, el tipo medio de estas operaciones en España se situó en el 7,8 % frente al 4,9 % de la zona euro. En el actual contexto de bajos tipos de interés en el que se desarrolla la actividad bancaria, los elevados tipos de esta cartera crediticia podrían estar induciendo a las entidades a buscar oportunidades de obtener mayores rentabilidades pero que a su vez pueden llevar asociadas unos mayores riesgos.

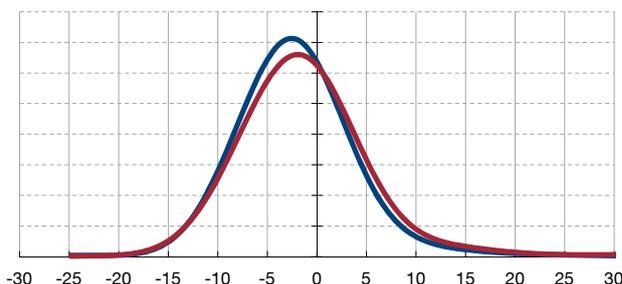
En definitiva, el segmento más activo del crédito bancario sigue manteniendo una tasa de crecimiento elevada, aunque ha mostrado una cierta moderación en el último trimestre. La morosidad asociada ha continuado aumentando, aunque dicho aumento aún no ha supuesto un incremento en la ratio de dudosos. No obstante, el desfase temporal que existe entre el crecimiento del crédito y el de los dudosos, lleva a que la evolución de esta cartera y su morosidad deban seguir siendo analizadas con detalle en los próximos trimestres. Por su parte, las entidades deberán seguir vigilantes respecto a la evolución de la morosidad, provisionando adecuadamente los nuevos dudosos, y a las condiciones de concesión de este tipo de préstamos evitando cualquier tipo de relajación de los estándares crediticios necesarios para que estas inversiones más rentables no terminen por convertirse en las más arriesgadas por las pérdidas que pudieran llevar asociadas. Además, por el lado de la demanda, debe tenerse en cuenta que la tasa de ahorro de los hogares se situó en el 4,4% de su renta disponible en el segundo trimestre de 2018, 5 puntos menos que dos años antes. Crecimientos muy rápidos del crédito siempre van asociados, más tarde o más temprano, a aumentos del riesgo y la morosidad, lo que debería llevar a las entidades a analizar con cuidado la sostenibilidad de dichas tasas de aumento del crédito y su encaje en el perfil de riesgo deseado.

<sup>2</sup> Esta comparativa, al igual que la de tipos de interés del gráfico H, se elabora con datos procedentes de la base de datos *Balance Sheet Items* del BCE, que incluyen el crédito otorgado tanto por las entidades de depósito como por los EFCs, en consonancia con todo el análisis de la segunda parte del Recuadro.

A DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS (a)



B DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE EXCLUYENDO A LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y DE CONSTRUCCIÓN (a)



JUNIO DE 2017

JUNIO DE 2018

FUENTE: Banco de España.

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

La menor caída en el crédito fue generalizada entre entidades, si bien, en el caso de las actividades inmobiliarias y de construcción, las tasas de variación fueron más heterogéneas

El gráfico 2.8.A muestra la distribución de la tasa de variación del crédito concedido a las actividades inmobiliarias y de construcción. En él puede verse como, en 2018, ha aumentado la variabilidad entre entidades con respecto a lo que se observaba en 2017. Esto es debido a la venta de parte de la cartera de crédito moroso por parte de algunos bancos, lo que refleja unas tasas de variación anormalmente negativas. Estas caídas no reflejan, por tanto, la evolución real en la operativa de concesión de crédito por parte de la entidad y, por ello, es necesario analizar lo que ocurre cuando se elimina este segmento de crédito del análisis. El gráfico 2.8.B muestra precisamente la distribución de la tasa de variación de las entidades en el crédito concedido para otros fines (distintos de los de construcción e inmobiliarios), y en él se observa una mayor homogeneidad y un cierto traslado de la distribución hacia tasas de variación menos negativas en el último año.

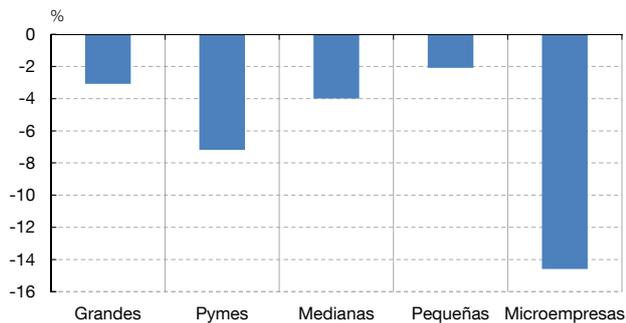
En cuanto al crédito por tamaño de empresa, este disminuyó más en el caso de las PYMEs, por su mayor concentración en los sectores donde el ajuste se ha producido en mayor grado

Por tamaño de empresa, el crédito concedido a empresas grandes descendió en el último año un 3,1 %, lo que contrasta con la evolución del crédito otorgado a PYMEs, que decreció un 7,2 % en el mismo periodo (véase gráfico 2.9.A). Esta evolución más negativa se debe, en parte, al mayor peso que el crédito a construcción y actividades inmobiliarias tienen en el total del crédito en el caso de las PYMEs en comparación con las empresas grandes. Dentro de las PYMEs, desde 2014 ha aumentado el peso de las empresas más pequeñas (microempresas) y de las mayores (medianas), en detrimento de las de tamaño intermedio (pequeñas empresas, véase gráfico 2.9.B).

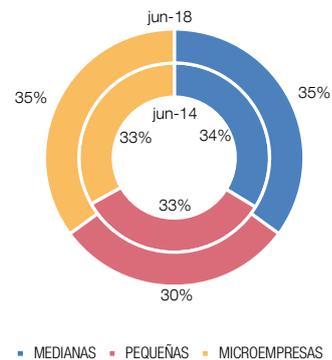
El crédito nuevo concedido en los seis primeros meses de 2018 fue mayor al del mismo periodo de 2017, tanto en hogares como especialmente en sociedades no financieras, donde la mejora se produjo en todos los tramos de tamaño

Debido a la evolución de los activos problemáticos, consecuencia en parte de la gestión activa de los bancos y la presión supervisora, conviene analizar el crédito nuevo concedido en los últimos meses. En el primer semestre de 2018 las entidades de depósito concedieron en España un total de 207 mm de euros al sector privado residente. En comparación con el primer semestre de 2017, esto supone un incremento de 24,6 mm de euros, un 13,5 % (véase gráfico 2.10.A y B). Este incremento se produjo tanto en la concesión de nuevas operaciones a hogares (4,2 mm de euros más de crédito nuevo que en el primer semestre de 2017) como, especialmente, en sociedades no financieras. En este último caso, se concedieron 16 mm de euros de enero a junio de 2018, un 14,2 % más. El crédito por operaciones nuevas se incrementó en todos los tramos de tamaño de

A TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO, POR TAMAÑO DE EMPRESA



B COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO A PYMES, POR TAMAÑO DE EMPRESA



FUENTE: Banco de España.

empresa (véase gráfico 2.10.C y D). Debido a esta evolución expansiva tanto en hogares como en sociedades no financieras, el peso que representa el crédito nuevo total sobre el stock de crédito se incrementó moderadamente en el último año, pasando del 15,1 % del total al 17,6 %.

Por su parte, el crédito hipotecario nuevo concedido para adquisición de vivienda ascendió a 18,6 mm de euros en los seis primeros meses de 2018, lo que supone un incremento del 17,3 % en comparación con el mismo periodo de 2017. A pesar de este notable incremento, es necesario destacar que dicho importe, una vez anualizado, tan sólo supone un 7,3 % del volumen total existente en este segmento de crédito, cifra muy inferior a la observada en los años previos a la crisis, cuando este porcentaje superaba el 30 %.

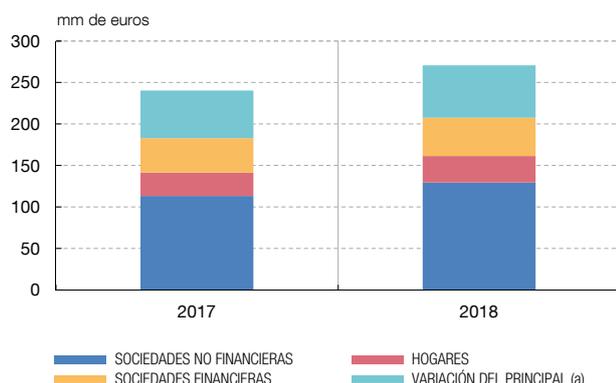
La tasa de aceptación de solicitudes de crédito bajó ligeramente en el último año, debido a la evolución de las peticiones concedidas

La tasa de aceptación en las solicitudes de crédito con entidades con las que actualmente no están operando, calculada como media móvil de seis meses, se ha situado a finales de junio de 2018 en valores cercanos al 31 %, un punto porcentual por debajo de la tasa observada en el mismo periodo del año 2017. Desde principios de 2009 se viene observando una fluctuación de dicha tasa en torno al nivel del 30 % (véase gráfico 2.11.A). Los cambios subyacentes se deben en gran medida al comportamiento más negativo del número de peticiones concedidas más que a la evolución del número de las peticiones realizadas. Así, se ha producido una disminución en la tasa de variación interanual del número de concesiones hasta junio (-15 %) que ha sido más fuerte que la reducción interanual observada en el número de solicitudes (-9 %). Desagregando por sectores, dicho comportamiento general recoge la tendencia del conjunto de empresas no pertenecientes al sector de construcción y actividades inmobiliarias, mientras que para este sector la tasa de concesión se ha mantenido estable en torno a niveles del 34 % desde 2015.

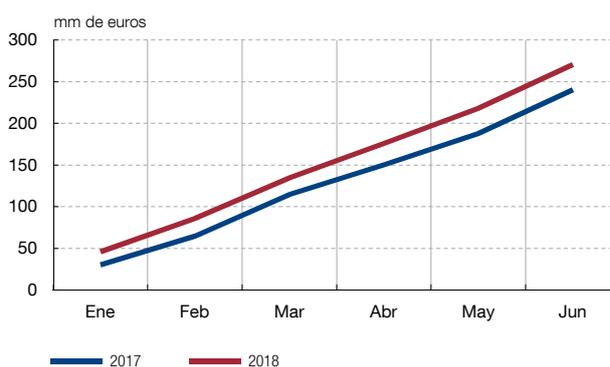
Los tipos de interés se mantuvieron estables, con la excepción de los tipos a empresas de mayor tamaño, que mostraron un ligero repunte desde comienzo de 2018

Los tipos de interés de las operaciones nuevas concedidas se mantuvieron estables en el caso de los hogares, tanto en los segmentos de consumo como de adquisición de vivienda. Por su parte, los tipos a las empresas no financieras mostraron sendas divergentes dependiendo del tamaño de las mismas. Mientras en las empresas de menor tamaño los tipos continuaron la tendencia a la baja de los últimos años, en el caso de las empresas mayores aumentaron ligeramente desde comienzo de 2018, lo que ha hecho cerrar en

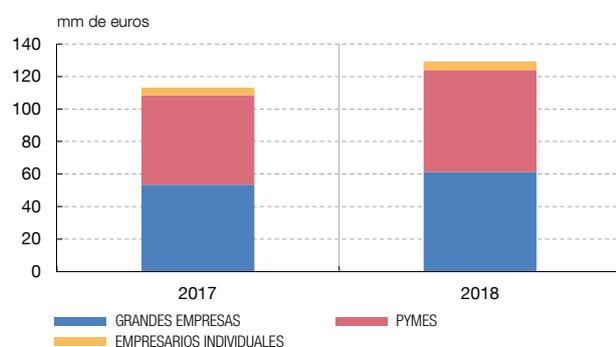
A CRÉDITO NUEVO EN EL PRIMER SEMESTRE, POR SECTOR INSTITUCIONAL



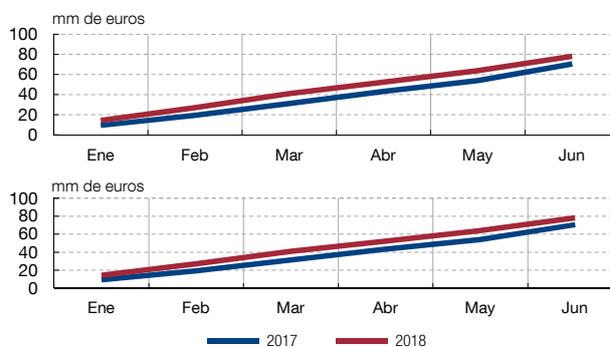
B CRÉDITO NUEVO CONCEDIDO, ACUMULADO EN CADA AÑO



C IMPORTE DE NUEVAS OPERACIONES EN EL PRIMER SEMESTRE A EMPRESAS NO FINANCIERAS, POR TAMAÑO



D CRÉDITO NUEVO CONCEDIDO, ACUMULADO EN CADA AÑO A EMPRESAS GRANDES (ARRIBA) Y PYMES (ABAJO)



FUENTE: Banco de España.

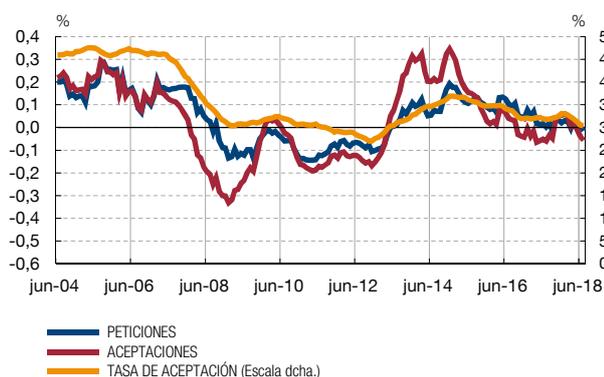
a Son operaciones ya existentes en las que se produce una variación positiva del principal dispuesto e incluye a aquellas concedidas a sociedades financieras, sociedades no financieras y hogares.

parte la brecha entre los tipos aplicados a las operaciones concedidas a estos dos tramos de tamaño de empresa (véase gráfico 2.11.B).

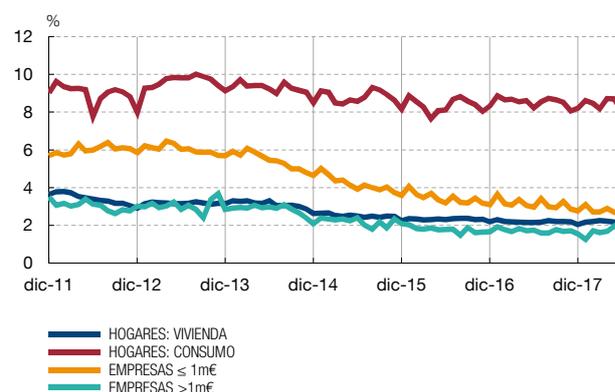
Respecto a las condiciones de concesión de préstamos con garantía inmobiliaria, el gráfico 2.11.C recoge la evolución de la ratio *loan-to-value* (LTV) media de las hipotecas a personas físicas en los últimos quince años. En el gráfico, se presentan dos series: la media simple de los LTV de cada operación y una media ponderada según el importe principal de éstas. La información se refiere al flujo de hipotecas nuevas, por lo que sirve para aproximar el comportamiento de los estándares crediticios que aplican las entidades a cada fecha. Ambas medidas permanecen relativamente estables desde 2016, aunque en niveles históricamente elevados.

Por otro parte, resulta de interés analizar la distribución de los LTV (véase gráfico 2.11.D). De este modo, se puede analizar cómo evolucionan las condiciones de financiación, esto es, identificar si las entidades están otorgando préstamos más arriesgados (LTV elevados). Desde el inicio de la recuperación se observa un aumento continuado del peso de las operaciones con LTV entre el 60 y el 80 %. La concentración de las operaciones nuevas en este segmento explicaría, en parte, el aumento documentado de los LTV medios (gráfico 2.11.C). La mayor importancia relativa de estas hipotecas se habría producido en

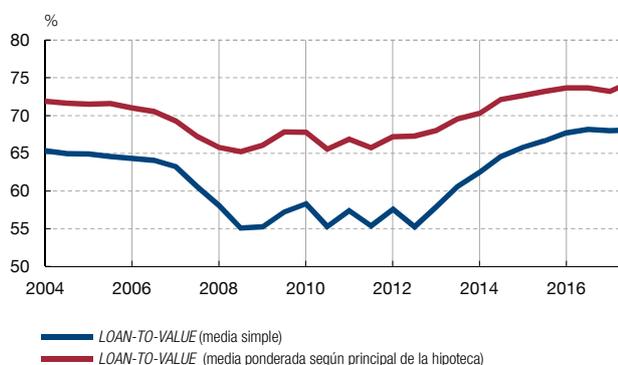
A TASAS DE ACEPTACIÓN DE LOS CRÉDITOS SOLICITADOS (a)



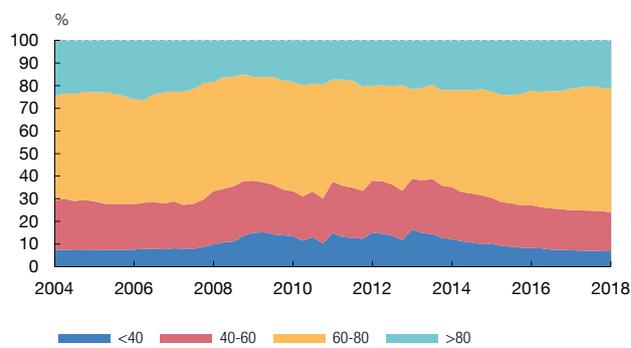
B TIPOS DE INTERÉS (TAE) DE NUEVAS OPERACIONES (b)



C RATIO LOAN-TO-VALUE DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (c)



D DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO LOAN-TO-VALUE DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS (d)



FUENTES: Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Empresas no financieras que solicitan crédito a una entidad con la que no están trabajando o con la que no han tenido relación crediticia en los últimos tres meses. La tasa de aceptación es el cociente entre las operaciones aceptadas por las entidades de depósito sobre el conjunto de peticiones recibidas en un determinado mes.
- b Se consideran nuevas operaciones de un período todos los créditos formalizados por primera vez con la clientela, y todos los contratos existentes en períodos anteriores cuyo importe, tipo de interés, plazo u otras condiciones financieras sustanciales para los tipos de interés se hubiesen renegotiado en el mes con la clientela.
- c Se incluyen todos los préstamos hipotecarios a personas físicas en los que el colateral es una vivienda, según información proporcionada por el Colegio de Registradores.
- d Préstamos hipotecarios a personas físicas en los que el colateral es una vivienda.

detrimento de los créditos con LTV inferiores a 60 %. Por su parte, el segmento de créditos con LTV superiores al 80 %, considerado el más arriesgado, se ha mantenido estable. En relación con la evolución del mercado inmobiliario, un desarrollo de interés se encuentra en el crecimiento del sector de las SOCIMIs. El Recuadro 2.3 analiza las principales tendencias en este segmento de empresas y las implicaciones potenciales para la estabilidad financiera.

El crédito refinanciado o reestructurado descendió notablemente en el último año, lo que ocurrió de forma generalizada entre entidades

En junio de 2018, el volumen de crédito al sector privado residente que ha sido objeto de medidas de refinanciación o reestructuración, analizado a través de los estados financieros individuales, se situó en 79,3 mm de euros, lo que supone un descenso interanual del 23,1 %. Dicho descenso, que se produjo de forma generalizada entre entidades, es el resultado de la fuerte caída del crédito refinanciado o reestructurado en sociedades no financieras, mientras en el caso de los hogares se produjo un leve incremento en el mismo periodo.

El crecimiento de las llamadas Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, o SOCIMIs, es uno de los desarrollos recientes más destacados del mercado inmobiliario español. Las SOCIMIs son una figura similar a los *Real Estate Investment Trusts* (REITs), que cuentan con un fuerte grado de implantación en otras jurisdicciones. El objeto social de estas empresas, que en España deben cotizar en mercados organizados, es “la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento” (Ley 11/2009<sup>1</sup>). La actividad de estas empresas suele dirigirse a la adquisición de vivienda y, fundamentalmente, propiedades de uso comercial (*Commercial Real Estate* —CRE—), como las oficinas o los centros comerciales. Los inmuebles objetivo de las SOCIMIs suelen ser de mayor valor relativo o estar ubicados en el centro de las grandes ciudades (segmento *prime*).

Sobre la base de los datos procedentes de Reuters, en la actualidad habría algo más de 60 SOCIMIs registradas en España, aunque el grueso de la actividad se concentraría en unas pocas compañías. Con datos a cierre de 2017, las SOCIMIs representarían en torno al 5 % de los activos de las empresas del sector inmobiliario (promotores, constructores e intermediarios del sector)<sup>2</sup>. El volumen de activos de estas empresas se ha más que triplicado desde 2014, coincidiendo con la recuperación del mercado inmobiliario.

Distintos factores habrían contribuido al crecimiento de las SOCIMIs. Primero, la mejora de su régimen fiscal impulsada por la Ley 16/2012<sup>3</sup>, por la que se grava a estas empresas con un tipo del 0 % en el Impuesto sobre Sociedades si se cumplen ciertos requisitos, como que la mayoría de los ingresos provenga del arrendamiento de inmuebles y que se distribuya a los accionistas la mayor

parte del beneficio. Por otro lado, existiría un fuerte apetito inversor por estos vehículos, que podría verse acentuado por el entorno de bajos tipos de interés. Al respecto, resulta llamativo el peso que las SOCIMIs han ganado en las nuevas operaciones de emisión de acciones (ya supondrían el grueso de este tipo de operaciones; ver gráfico A). Por último, podría existir una conexión entre el fuerte aumento de precios observado durante los últimos años en el segmento *prime* de las propiedades comerciales y la pujanza de estos vehículos.

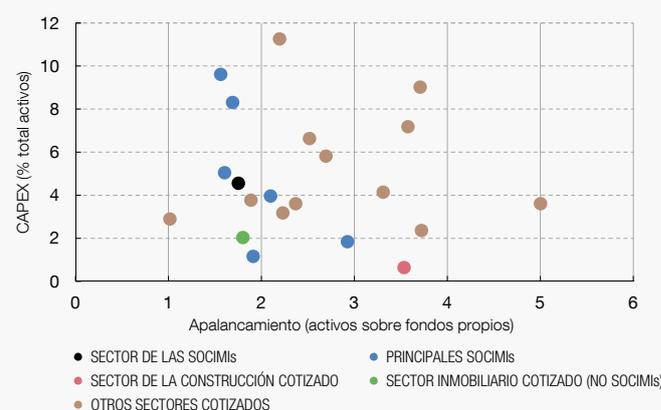
En este contexto, se plantea la cuestión de si el avance de las SOCIMIs puede llevar a la aparición de riesgos para la estabilidad financiera. Conviene señalar que la rápida expansión del balance de las SOCIMIs ha venido acompañada no solo de operaciones de compra y posterior arrendamiento de inmuebles, sino también de la adquisición de otras SOCIMIs y compañías del sector inmobiliario. En parte como resultado de estos desarrollos, el gasto en inversión o *capital expenditure* (CAPEX) de las SOCIMIs sería relativamente elevado, particularmente cuando se compara con el de los operadores tradicionales del sector (constructoras, por ejemplo).<sup>4</sup>

- 1 Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.
- 2 Estimación a partir de la información disponible en la Central de Balances (Banco de España).
- 3 Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.
- 4 El CAPEX se aproxima a partir de las salidas totales de los flujos de inversión, según los estados de flujos de efectivo presentados por cada empresa y recopilados por Reuters.

Gráfico A  
NUEVAS OPERACIONES DE EMISIÓN DE ACCIONES EN ESPAÑA  
Número de operaciones (a)



Gráfico B  
APALANCAMIENTO Y CAPEX DE SOCIMIS Y OTROS SECTORES COTIZADOS  
Diciembre de 2017 (b)



FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME), Reuters y Banco de España.

- a Incluye ofertas públicas de venta (OPV) y de suscripción (OPS).
- b Excluye a sectores con apalancamiento de más de seis veces.
- c Información hasta septiembre.

A pesar de estas tendencias, el apalancamiento de las SOCIMIs, medido como la ratio de activos sobre fondos propios, se ha mantenido estable en años recientes. Sería, además, inferior a las del resto de sectores del mercado bursátil español (gráfico B, en el que se compara el CAPEX y el apalancamiento de las SOCIMIs con la mediana de estas variables para el resto de sectores cotizados). No parece, por tanto, que el entorno propicio en el que operan las SOCIMIs haya conducido a un problema de endeudamiento excesivo hasta el momento. Ahora bien, conviene tener en cuenta que las métricas de apalancamiento son sensibles al valor de los activos. Si se produjeran sobrevaloraciones de los activos, el bajo apalancamiento documentado podría ser solo aparente. De manera similar, una caída repentina del valor de los activos aumentaría el apalancamiento. Por otro lado, las SOCIMIs podrían utilizar su cartera inmobiliaria como colateral para captar financiación ajena y por lo tanto aumentar su apalancamiento futuro. Además, un *shock* en el valor del colateral podría dificultar la política de CAPEX de estas empresas.

Al contrario que las firmas tradicionales del sector constructor, las SOCIMIs obtienen más recursos en los mercados de capitales y dependen en menor medida de la financiación bancaria. De hecho y de acuerdo con los datos de la CIR, a cierre de 2017 solo el 20 % de los activos de las SOCIMIs se financiaría con préstamos de

bancos españoles (la exposición al sector alcanzó en esa fecha los 6.700 millones de euros) En general, la base inversora de los instrumentos que emiten las SOCIMIs está dominada por fondos de inversión y vehículos similares, normalmente radicados fuera de España (entre las grandes SOCIMIs, casi la tercera parte de los tenedores de acciones sería no residente). Como este tipo de inversor tendería a reducir exposiciones más rápidamente bajo estrés, el coste de financiación de las SOCIMIs podría ser más sensible a cambios en el sentimiento de mercado. En cambio, la menor dependencia de la financiación bancaria podría ser una ventaja al reducir la vinculación directa de la banca con un negocio volátil como el inmobiliario. La emisión de instrumentos en los mercados también favorece la monitorización de riesgos por terceros (inversores, agencias de *rating*).

En suma, se constata un crecimiento significativo del sector de las SOCIMIs aunque el tamaño de estas empresas es todavía reducido en relación con el conjunto de compañías inmobiliarias. Además, la estructura de financiación es diferente a la de las empresas tradicionales del sector, por lo que el riesgo de que posibles tensiones financieras en las SOCIMIs impacten de forma significativa sobre el sector bancario español parece limitado en estos momentos dado el relativamente bajo nivel actual de financiación bancaria doméstica hacia estas empresas.

### Activos problemáticos

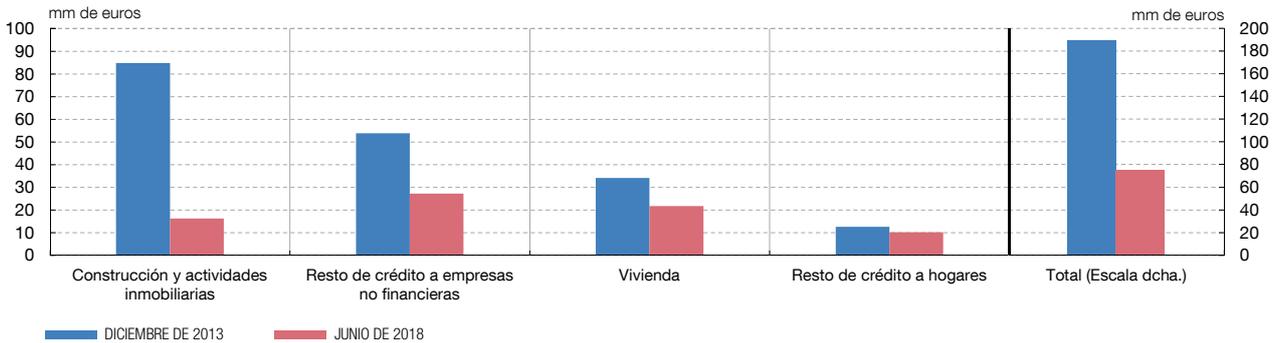
Los activos dudosos continuaron con la senda a la baja de los últimos años, acumulando un descenso del 60,2 % desde diciembre de 2013

Los activos dudosos descendieron en el último año en 27,4 mm de euros hasta alcanzar en junio un volumen de 74,8 mm de euros (véase gráfico 2.12.A). La buena evolución de la economía en el último año, unida a la gestión activa de los activos problemáticos por parte de las entidades de depósito y la presión del supervisor, explican en buena medida esta evolución. En términos porcentuales, el descenso del último año fue del 26,7 %, mayor que el observado en junio de 2017 (-13 %) y en diciembre de ese año (-15,5 %). Desde el máximo de activos dudosos observado en diciembre de 2013, estos se han reducido en más de 114 mm de euros, lo que supone un 60,2 % menos. El volumen total de crédito dudoso correspondiente al sector privado residente se sitúa en niveles de 2009, en gran medida como consecuencia de la evolución de los dudosos del sector de la construcción y de las actividades inmobiliarias.

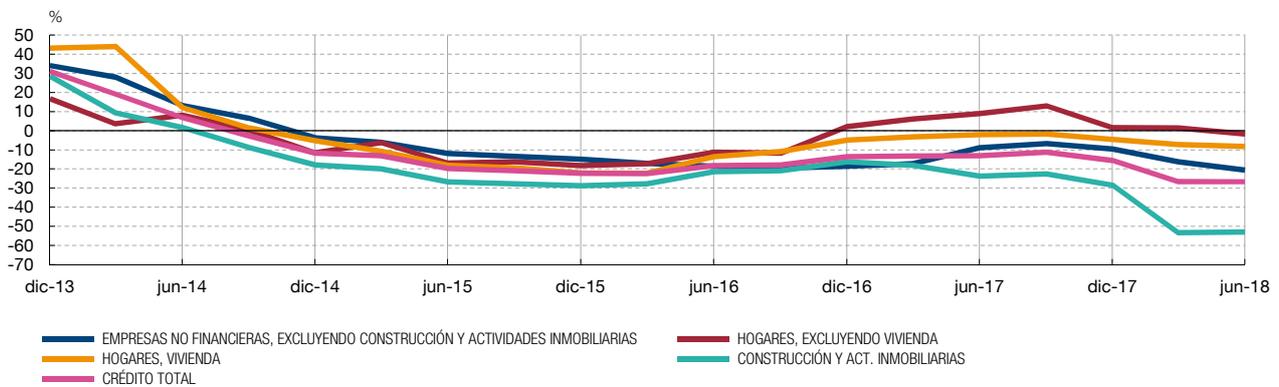
Los dudosos descendieron tanto en hogares como en sociedades no financieras, si bien en este último caso de forma mucho más notable

En el caso de los dudosos del crédito a hogares, en el último año estos han descendido en 2,1 mm de euros hasta alcanzar en junio los 31,5 mm de euros, lo que supone una reducción interanual del 6,2 %. Desde diciembre de 2013, la reducción alcanzó los 14,7 mm de euros en términos absolutos y un 31,9 % en porcentaje de reducción. Mucho más importante fue la reducción de los activos dudosos en el caso de las empresas no financieras. Entre junio de 2017 y junio de 2018 el descenso fue de 25,2 mm de euros, un 36,8 %. Desde el máximo de diciembre de 2013 la reducción alcanza los 95,1 mm de euros (-68,7 %).

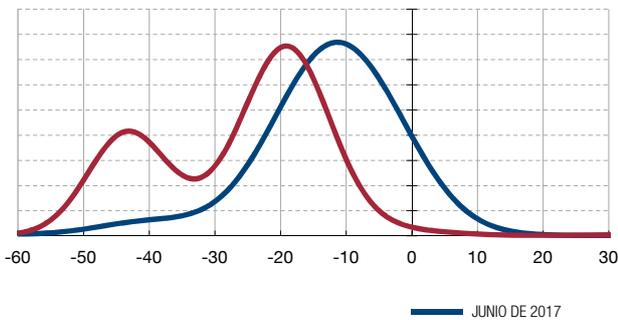
A ACTIVOS DUDOSOS. EVOLUCIÓN POR SECTOR DE ACTIVIDAD



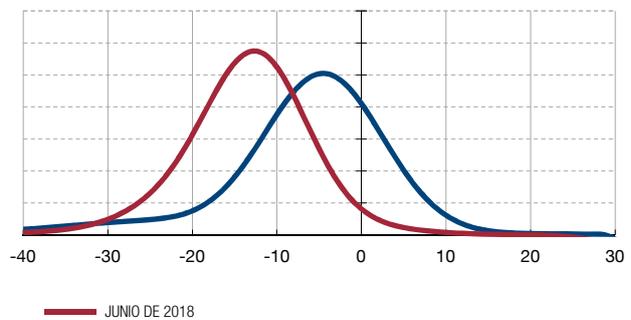
B TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS ACTIVOS DUDOSOS POR SECTORES DE ACTIVIDAD



C DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO (a)



D DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO EXCLUYENDO ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y DE CONSTRUCCIÓN (a)

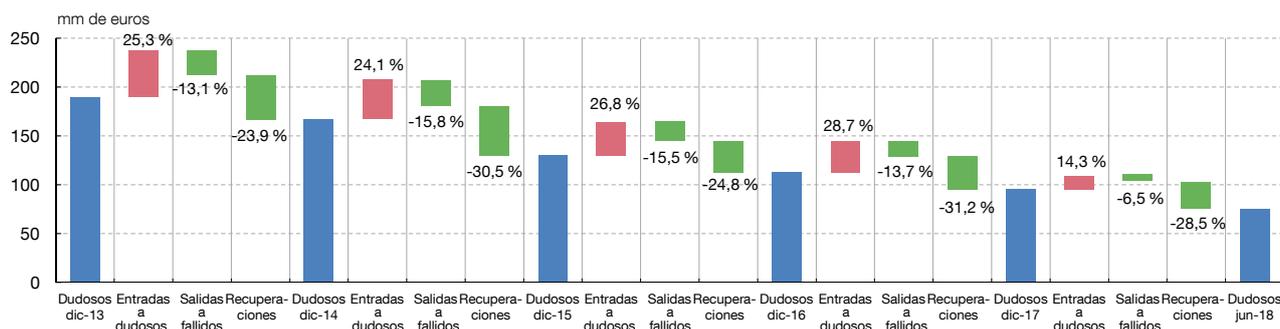


FUENTE: Banco de España.

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

Mientras en los hogares el descenso fue más importante en el crédito a adquisición de vivienda,...

Dentro del crédito a hogares, el descenso en los activos dudosos fue mucho más importante en el crédito concedido para adquisición de vivienda (-8,2 % en tasa interanual en junio de 2018) que en el otorgado para otros fines, principalmente, pero no solo, crédito al consumo (-1,7 %) condicionado por el incremento de los dudosos en el crédito para adquisición de bienes de consumo duradero (22,7 %). Con respecto al año anterior, los dudosos del crédito para adquisición de vivienda aceleraron su descenso, que fue entonces del 2,1 % interanual, mientras en el caso del resto de crédito a hogares el cambio ha sido notable, dado que en junio de 2017 se registraron tasas de variación positivas del 9 % interanual.



FUENTE: Banco de España.

a Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de dudosos al principio del periodo. Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal, adjudicados o posibles ventas de la cartera de dudosos a terceros. Conviene señalar que el último periodo, al contrario que el resto de periodos del gráfico que comprenden un año entero, se refiere a seis meses.

... en el caso de las empresas no financieras la reducción fue muy importante en todos los sectores, pero especialmente en los de construcción y actividades inmobiliarias,...

Por sector de actividad (véase gráfico 2.12.B), dentro del crédito a empresas no financieras, la reducción porcentual en el último año en los dudosos del crédito concedido para actividades inmobiliarias y de construcción alcanzó el 53 %, lo que es lo mismo, un descenso de 18,2 mm de euros en el volumen de crédito dudoso de este sector. Como se ha comentado anteriormente, esta reducción tan notable ha sido consecuencia de varios factores, entre los que se encuentra la venta, por parte de algunas entidades, de carteras de crédito dudoso y que, consecuentemente, han salido de sus respectivos balances. En el caso del resto de sectores, la reducción también ha sido muy importante, de 7,1 mm de euros en el último año o del 20,6 % en términos porcentuales.

... debido en gran medida a la venta por parte de algunas entidades de carteras de crédito problemático pertenecientes a estos sectores de actividad

La venta por parte de algunas entidades de carteras de crédito dudoso correspondientes a los sectores de actividades inmobiliarias y de construcción ha hecho que se haya registrado una notable heterogeneidad en el comportamiento entre ellas, también en el caso de la variación de los activos dudosos (véase gráfico 2.12.C). Si eliminamos estos sectores de actividad del análisis, se observa una mayor homogeneidad en el último año y, en cualquier caso, un traslado hacia la izquierda de la distribución (mayores descensos de los dudosos) en el último año en comparación con lo observado en junio de 2017 (véase gráfico 2.12.D).

En el primer semestre de 2018 se han calificado como dudosos menos créditos que en el mismo periodo del año anterior, y además se han producido más recuperaciones

El gráfico 2.13 muestra la evolución de los dudosos entre diciembre de 2013 y junio de 2018, atendiendo a los flujos de entradas y salidas de dudosos que resultan en dicha evolución. En el primer semestre de 2018 se ha clasificado como nuevos dudosos un total de 13,6 mm de euros, lo que supone una variación del -15,5 % con respecto a los seis primeros meses del año pasado, y un peso del 14,3 % sobre el importe de dudosos en diciembre de 2017. Si bien este peso que representan los nuevos dudosos sobre el saldo total (una vez anualizado) se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, es importante destacar que dichas entradas son cada vez menores en valor absoluto. En el capítulo de las salidas, 27,1 mm de euros han dejado de ser considerados préstamos dudosos en los balances de las entidades de depósito en España, en buena medida por las recuperaciones de dichos activos.

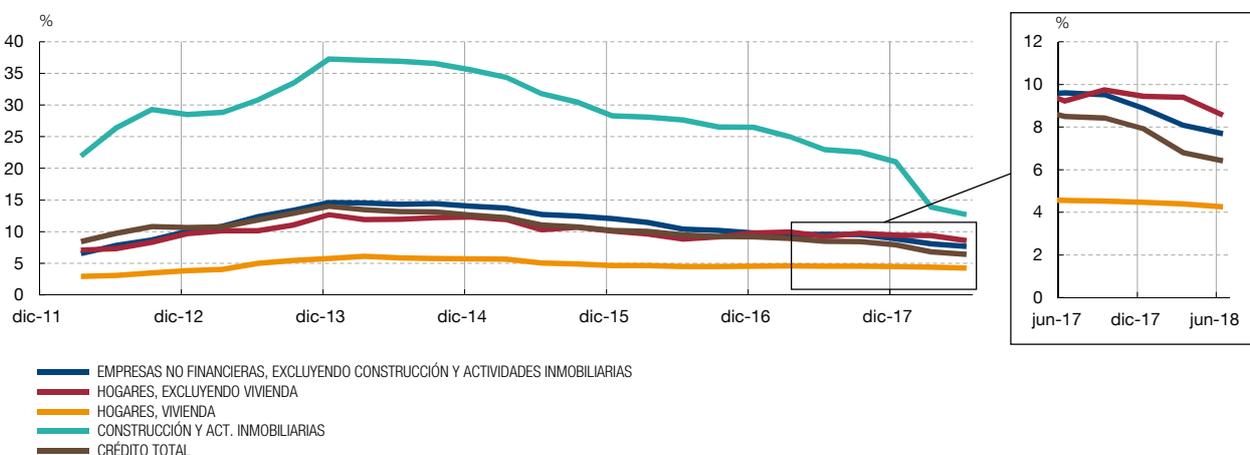
En consecuencia con la evolución de numerador y denominador, la ratio de dudosos del sector privado...

El notable descenso de los activos dudosos, a pesar de la reducción en el nivel de crédito concedido, se ha traducido en una disminución adicional de la ratio de dudosos, lo que supone continuar con la tendencia observada en los últimos años. En particular, la ratio de dudosos del crédito concedido al sector privado residente en los negocios en España se

A RATIO DE DUDOSOS



B RATIO DE DUDOSOS, POR SECTORES DE ACTIVIDAD



FUENTE: Banco de España.

...residente continuó su  
tendencia a la baja,...

situó en el 6,4 % en junio de 2018, lo que supone una reducción de 2,1 pp en el último año (véase gráfico 2.14.A). Dicha reducción interanual en puntos porcentuales fue de 1,1 pp en junio de 2017 y de 1,4 pp en diciembre de 2017, lo que muestra la aceleración en la caída en los últimos trimestres. Desde el máximo de la serie, la ratio de morosidad del sector privado residente se ha reducido en 7,5 pp.

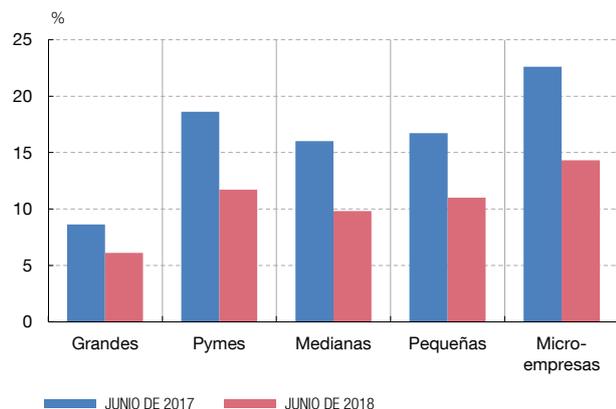
... siendo esta reducción  
más acusada en empresas  
no financieras que en hogares

Por sectores institucionales (véase gráfico 2.14.B), la reducción interanual fue mucho más notable en empresas no financieras (4,5 pp hasta el 9 % en junio de 2018) que en hogares (5,1 % en la última fecha disponible y de 0,3 pp más doce meses antes). En el caso de los hogares, la ratio de morosidad del crédito destinado a vivienda se redujo en 0,3 pp en el último año hasta el 4,3 %, mientras la del resto de finalidades disminuyó en 0,6 pp en el mismo periodo hasta el 8,6 %. Se observa, por lo tanto, cómo el segmento de crédito con márgenes más altos, el del crédito no destinado a vivienda, dentro del que se incluye el consumo, es también el que muestra unas ratios de morosidad más elevadas. En el Recuadro 2.2 se analizan con más detalle las ratios de morosidad por componentes del crédito al consumo.

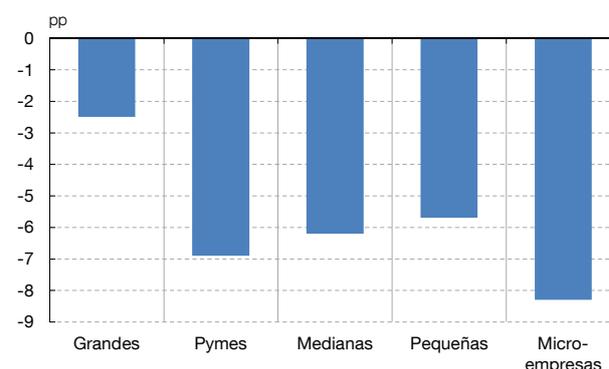
En el caso de las empresas,  
y en línea con la notable  
reducción de los activos...

En el caso de las empresas no financieras, la reducción de la ratio de morosidad fue más evidente en el caso del crédito concedido a actividades inmobiliarias y de construcción, ya que en este caso se redujo en más de 10 pp hasta el 12,7 % en junio de 2018. Por su

A RATIO DE DUDOSOS DEL CRÉDITO, POR TAMAÑO DE EMPRESA



B VARIACIÓN INTERANUAL DE LA RATIO DE DUDOSOS



FUENTE: Banco de España.

...dudosos, la ratio descendió de manera más pronunciada en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias

Si bien la ratio se redujo en todos los tramos de tamaño de empresas no financieras, el mayor descenso se observó en las PYMEs

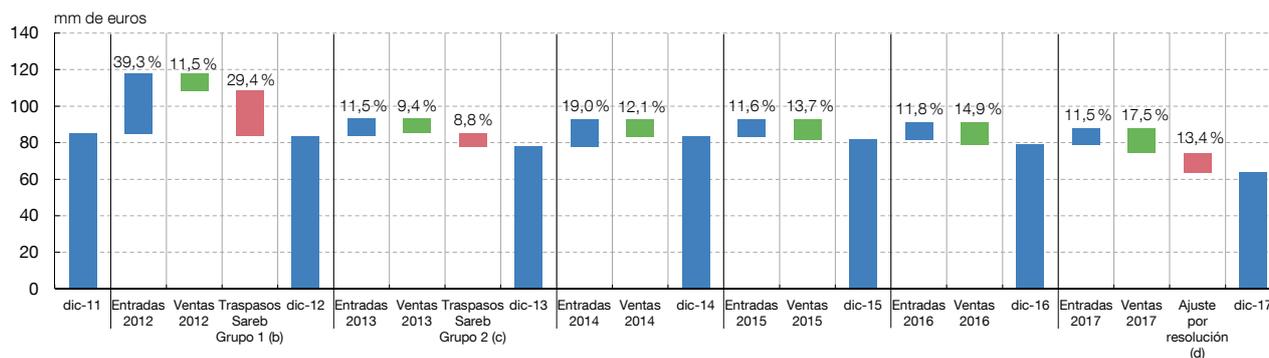
La buena marcha de la economía, la gestión activa de los activos problemáticos por parte de los bancos y la presión supervisora permitirán seguir reduciendo los dudosos

parte, la ratio del resto de crédito disminuyó en menor medida, 1,9 pp en términos interanuales, hasta el 7,7 % en la última fecha. Sin duda, la mencionada gestión activa (venta) de los activos dudosos en este sector por parte de las entidades y la presión supervisora han condicionado de manera notable la evolución de su ratio de morosidad en el último año.

Por tamaño de empresa, la ratio de dudosos descendió en todos los tramos de tamaño (véase gráfico 2.15.A). El mayor descenso se observó en las PYMEs (-6,9 pp) y, dentro de estas, en las de menor tamaño (microempresas), con una caída interanual de 8,3 pp. De este modo, la ratio de dudosos de las PYMEs se situó en junio de 2018 en el 11,7 %. En el caso de las empresas grandes, la reducción fue de 2,5 pp hasta el 6,1 %. No obstante, a pesar de la mayor reducción en la ratio de dudosos en el caso de las empresas más pequeñas, se sigue observando una relación inversa entre tamaño de empresa y ratio de mora (véase gráfico 2.15.B).

En la medida que se mantenga la evolución positiva de las condiciones económicas, la presión supervisora, y el progreso en la venta de la cartera de activos improductivos, es de esperar que la tasa de morosidad continúe reduciéndose. En base a esto último, si las entidades lograran vender por completo la cartera morosa procedente del sector de la construcción y actividades inmobiliarias, la ratio de morosidad caería hasta niveles cercanos al 5 %. Por otro lado, un modelo interno desarrollado al efecto de predecir la ratio de morosidad del crédito al sector privado residente en función de las principales variables macroeconómicas de la economía española, estima que para el año 2020, el valor de esta ratio pudiera encontrarse en el entorno del 4 %<sup>1</sup>. Es importante destacar que esta predicción recoge la relación histórica entre morosidad y variables macroeconómicas y no incluye la predicción de operaciones de venta de carteras de crédito dudoso. De hecho, la predicción de dicho modelo para junio de 2018 era de algo más de 50 pb superior a la ratio actual, lo que indica la mejora en la evolución de la morosidad por la gestión activa de la cartera de activos problemáticos. En definitiva, los activos dudosos han continuado la senda de los últimos años, acelerándose la caída en los últimos doce meses.

<sup>1</sup> Véase el Informe Anual del 2017 del Banco de España <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/17/Descargar/Fich/Inf2017.pdf>.



FUENTE: Banco de España.

- a Junto a las barras aparece el porcentaje que cada partida representa respecto al total de adjudicados al comienzo del año.  
b Las entidades del Grupo 1 eran Banco Financiero y de Ahorros, NCG Banco, Catalunya Banc (actualmente integrada en el BBVA) y Banco de Valencia (actualmente integrado en La Caixa).  
c Las entidades del Grupo 2 eran BMN (actualmente integrado en Bankia), Liberbank, Caja3 (actualmente integrada en Ibercaja) y CEISS (actualmente integrado en Unicaja).  
d Corresponde al ajuste en el importe en libros bruto de los activos adjudicados del Banco Popular Español a su valor neto de provisiones en la fecha de su resolución (junio 2017).

Los activos adjudicados han seguido reduciéndose a lo largo de 2017 y se espera que continúe dicha reducción este año

Por otro lado, a lo largo de 2017 continuó la reducción de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas procedentes de la actividad de las entidades en España. La evolución en los últimos años de su valor contable bruto se muestra en el gráfico 2.16. En dicho gráfico se puede observar la tendencia seguida desde el año 2013 que muestra una mejora progresiva en las ventas de adjudicados llevadas a cabo por las entidades. Por su parte, el ligero descenso en las entradas, ha contribuido a la reducción en el *stock* total de estos activos, situando la cifra total a finales de diciembre de 2017 en cerca de 64 mm de euros. Respecto a su evolución a futuro, la confirmación de las operaciones recientemente anunciadas de ventas de carteras de activos adjudicados por parte de las entidades, haría que la cifra en balance de estos activos se redujera casi a la mitad.

## 2.1.2 RIESGO SISTÉMICO

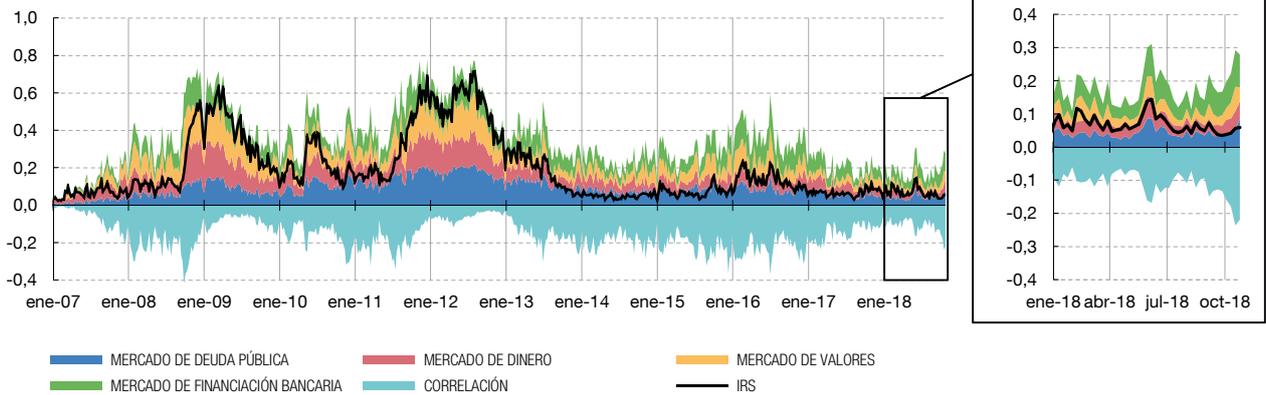
En lo que llevamos de año, el IRS ha sufrido dos subidas, aunque contenidas en valor y limitadas en el tiempo

En lo que llevamos de 2018, el indicador de riesgo sistémico (IRS), que resume en un único índice el nivel de estrés existente en los mercados financieros, ha sufrido dos subidas, aunque ambas han sido contenidas en valor y limitadas en el tiempo (véase gráfico 2.17.A). En la primera semana de febrero experimentó un ligero repunte, debido a las bruscas correcciones de precios y al aumento de la volatilidad de la bolsa de EE.UU. y su contagio al mercado español. La segunda subida, algo superior a la anterior pero igualmente reducida, se produjo a finales de mayo, como consecuencia, fundamentalmente, de la incertidumbre política en Italia. A partir de entonces el IRS se ha mantenido en niveles reducidos.

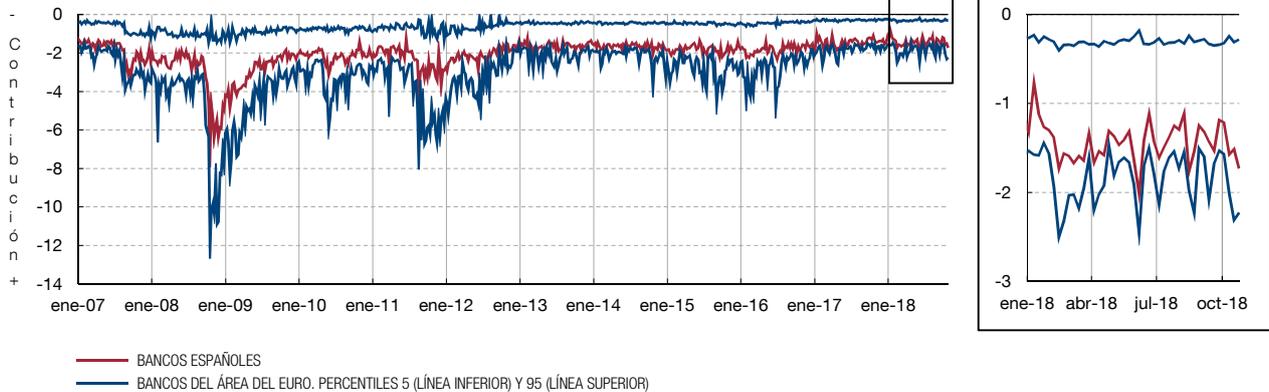
La contribución de las entidades bancarias españolas al riesgo sistémico del conjunto del área del euro se cuantifica a través de un modelo denominado CoVaR<sup>2</sup>. Tras los episodios de alerta sistémica alcanzados durante la crisis, el CoVaR medio de las entidades españolas continúa en niveles mucho más reducidos (véase gráfico 2.17.B). De igual manera, a nivel europeo la contribución al riesgo sistémico de las entidades que podían considerarse más sistémicas ha disminuido después de la crisis. No obstante, el acercamiento de los bancos españoles al límite delimitado por el percentil 5% para los bancos de la zona euro, indica que la contribución al riesgo sistémico de las entidades españolas ha aumentado en términos relativos al resto del sistema europeo, si bien su contribución

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

A INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO (IRS) (a)



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



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.
- b A través del modelo CoVaR se calcula el impacto que produciría una situación de estrés en una entidad sobre el sistema financiero. La muestra utilizada en el cálculo del CoVaR comprende un total de 33 entidades españolas y del área del euro cotizadas.

en términos absolutos se ha reducido. Desde el último IEF se observan dos repentes puntuales principalmente en el percentil 5 % de los bancos de la zona euro. Estos aumentos corresponden a ciertos episodios de aumentos de volatilidad en los mercados ocurridos en junio y agosto de 2018 relacionados con las situaciones en Italia y Turquía, los cuales parecen haber afectado más a los bancos europeos que a los españoles.

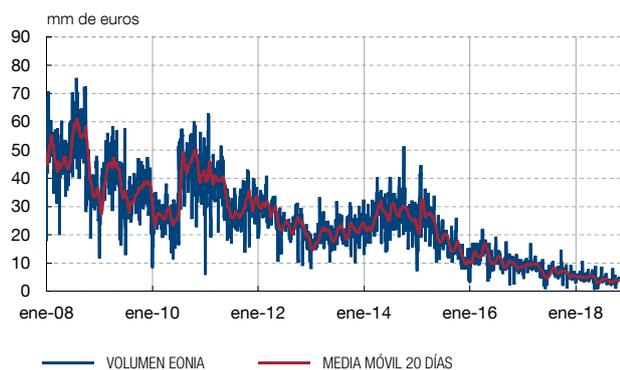
2.1.3 RIESGO DE FINANCIACIÓN

La actividad en los mercados interbancarios del área del euro sigue siendo muy reducida, lo que llevará a cambiar el índice Eonia por el ESTER a partir de octubre de 2019

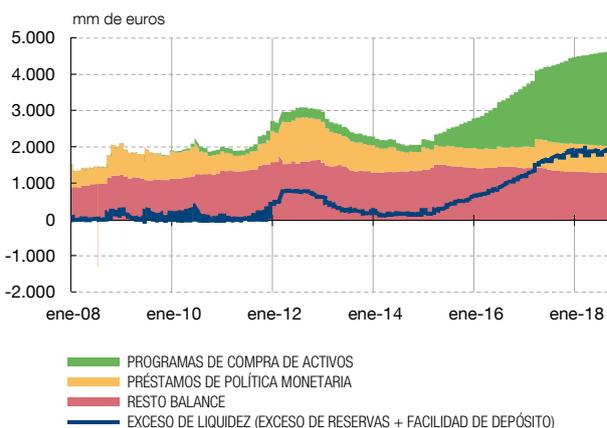
La actividad de los mercados interbancarios del área del euro sigue siendo muy reducida, especialmente en el segmento no garantizado, como muestra el volumen de contratación del Eonia, que se ha mantenido desde mediados de 2016 en niveles muy reducidos y ha seguido disminuyendo en los últimos 6 meses (ver gráfico 2.18.A). De forma similar, la actividad en el mercado interbancario español registra volúmenes muy bajos.

El reducido volumen de contratación del Eonia implica que dejará de cumplir los criterios del Reglamento (UE) 2016/1011, 8 de junio de 2016, sobre Índices de Referencia, por lo que a partir del 1 de enero de 2020 no podrá usarse como índice de referencia en instrumentos financieros que vayan a negociarse, contratos de préstamos o hipotecas, o para medir la rentabilidad de fondos de inversión. Por este motivo, el BCE publicará a partir de

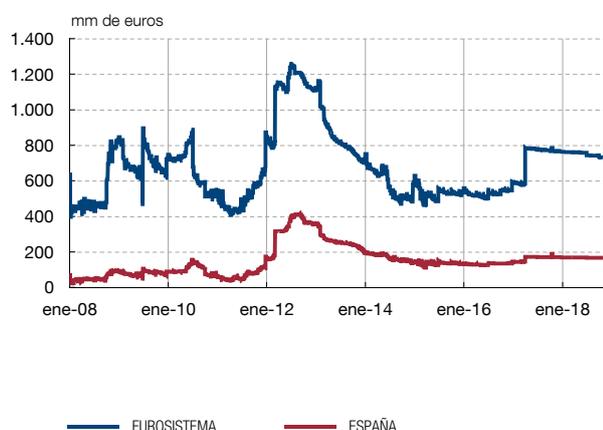
A VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DEL EONIA



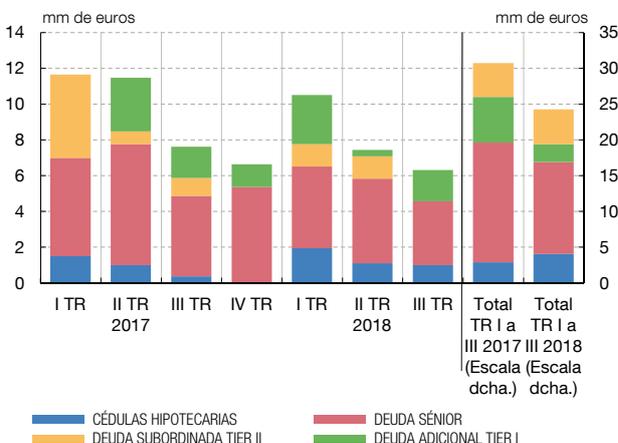
B BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



C SALDO VIVO DE LAS SUBASTAS DEL EUROSISTEMA



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



FUENTES: Bloomberg, Dealogic y Banco de España.

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

octubre de 2019 un tipo de interés alternativo denominado ESTER (*euro short-term rate*, por sus siglas en inglés) que es el tipo a corto plazo del euro. Ambos índices se basan en transacciones sin garantía (*unsecured*) pero se diferencian en aspectos fundamentales. Así, el ESTER se va a calcular usando transacciones individuales en el mercado monetario europeo sin garantía de depósitos a un día que 52 entidades deben reportar al BCE en base al reglamento de información estadística sobre los mercados monetarios (MMSR, en sus siglas en inglés), en tanto que el Eonia se calcula como el tipo promedio ponderado de las contribuciones voluntarias presentadas por un panel de bancos de sus transacciones en el mercado interbancario a un día sin garantía.

En estos últimos años ha aumentado sustancialmente la financiación del Eurosistema al sistema bancario, al tiempo que se observa una escasa negociación en los mercados interbancarios. A la fecha de cierre de este informe (octubre 2018) el Eurosistema había inyectado liquidez por un importe de 3.363 mm de euros mediante los programas de compras de activos (2.630 mm) y las operaciones de financiación (733 mm) generando un elevado exceso de liquidez que ascendía a 1.870 mm de euros en octubre de 2018. La evolución de estas vías de provisión de liquidez del Eurosistema puede observarse en el gráfico 2.18.B.

Las operaciones de financiación del Eurosistema se han mantenido estables desde marzo de 2017. Están dominadas por una serie de cuatro operaciones extraordinarias con objetivo específico y con un plazo de vencimiento de cuatro años, conocidas como TLTRO II, cuyo importe ha ascendido a 725 mm de euros. Se emitieron trimestralmente entre junio de 2016 y marzo de 2017 a un tipo de interés que podría llegar a ser tan bajo como el tipo de la facilidad de depósito (-0,4 %). El tipo final depende de la evolución, entre febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018, del volumen de su cartera de préstamos a empresas y familias, con exclusión de los concedidos para la adquisición de vivienda. El tipo máximo aplicable es el de las operaciones principales de financiación (0 %). Estas operaciones han proporcionado a las entidades financiación estable a largo plazo y con condiciones muy favorables.

El sector bancario español recibe un 22 % de la liquidez proporcionada por el Eurosistema

Las entidades españolas han mantenido un recurso significativo a la financiación del Eurosistema y una actividad interbancaria limitada. Los pasivos de las entidades españolas frente al Eurosistema provienen prácticamente en su totalidad de las operaciones TLTRO II. Se han mantenido sin variaciones significativas desde finales de marzo de 2017 en unos 168 mm de euros. Este importe representa un 22 % de la liquidez total recibida por el conjunto de las entidades del Eurosistema (véase gráfico 2.18.C) y algo más del 15 % del PIB español. Las TLTRO II vencen entre junio de 2020 y marzo de 2021, aunque desde junio de 2018 las entidades pueden realizar trimestralmente reembolsos parciales o totales anticipados siempre que hayan transcurrido al menos dos años desde la concesión de los fondos<sup>3</sup>. Las entidades deberán afrontar estos vencimientos bien desinvirtiendo en activos líquidos (entre los que se incluyen las reservas frente al banco central) o bien refinanciándola acudiendo a los mercados financieros o a la financiación del Eurosistema.

Las operaciones regulares de financiación a una semana y a tres meses seguirán ejecutándose a tipo de interés fijo y con adjudicación plena de la demanda de liquidez que hagan las entidades, con la única restricción de que dispongan de colateral suficiente, al menos hasta el final del último período de mantenimiento de reservas requeridas correspondiente a 2019. Con ello, se asegura a las entidades un período amplio de tiempo durante el que dispondrán de toda la liquidez que soliciten.

Las entidades españolas han reducido su actividad emisora en lo que llevamos de 2018 respecto al mismo período del año anterior

En cuanto a la financiación a plazo más largo, en los tres primeros trimestres de 2018, el sector bancario español ha reducido su actividad emisora respecto al mismo período del año anterior (véase gráfico 2.18.D). En relación al instrumento emitido, solo las cédulas hipotecarias aumentan su volumen respecto al año anterior (en el que se había producido una reducción considerable respecto a los importes emitidos en 2016). La deuda sénior ha reducido su actividad respecto a 2017, un año en el que habían aumentado de forma notable las emisiones de este tipo de deuda dado que comenzó la emisión de deuda sénior no preferente (un tipo de instrumento que sirve a las entidades españolas para cumplir con los requerimientos de fondos propios y otros pasivos elegibles, MREL por sus siglas en inglés). Finalmente, las emisiones de deuda computable como capital adicional de nivel 1 han reducido su importe respecto a 2017, en tanto que las emisiones de deuda computable como capital de nivel 2 se han mantenido relativamente estables.

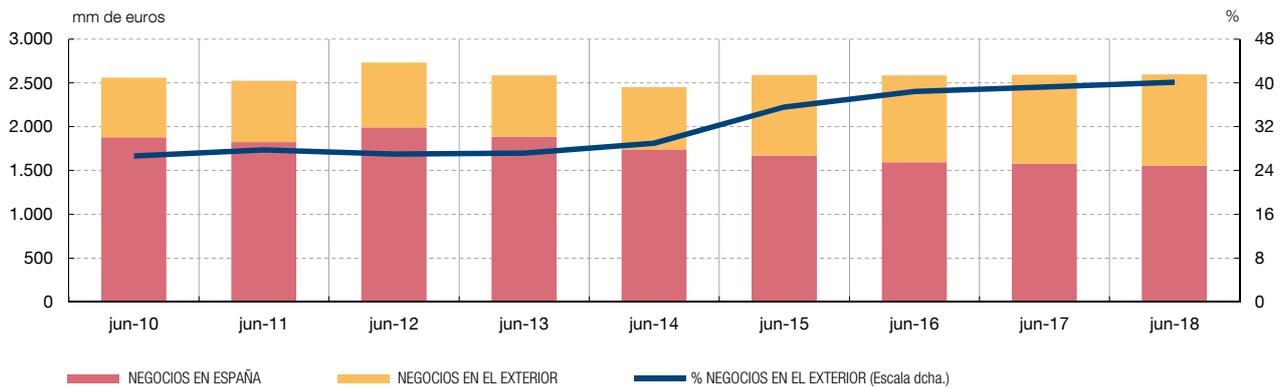
A nivel consolidado, los depósitos cayeron un 1,3 % en tasa interanual, a pesar de la favorable evolución de los depósitos del sector privado, que aumentaron un 0,6 %

A nivel consolidado, para el conjunto de las entidades de depósito españolas, el gráfico 2.19 muestra la distinta evolución que han experimentado los depósitos totales en España, que cayeron un 1,3 % en tasa interanual respecto al mismo mes del año anterior, mientras que los depósitos en el exterior crecieron un 2,5 %. De este modo, la proporción de depósitos

<sup>3</sup> El 27 de junio fueron amortizados anticipadamente préstamos por valor de unos 11 mm de euros por parte de 41 entidades de contrapartida en la UEM.

**EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. PASIVOS FINANCIEROS. DEPÓSITOS**  
**Datos consolidados**

GRÁFICO 2.19

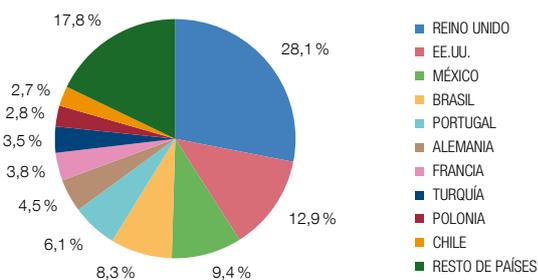


FUENTE: Banco de España.

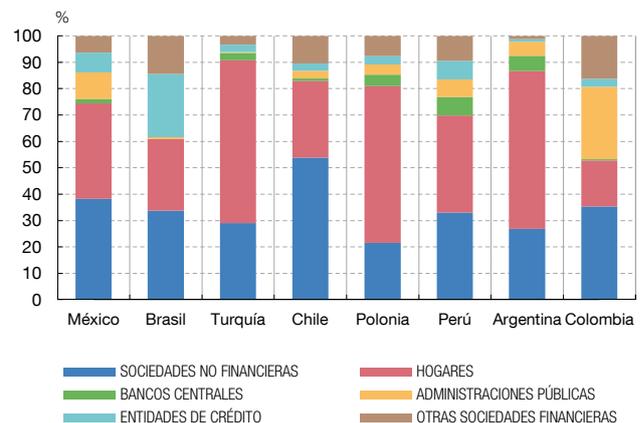
**EXPOSICIÓN INTERNACIONAL. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS**  
**Datos consolidados**

GRÁFICO 2.20

**A DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS**



**B DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LOS DEPÓSITOS POR CONTRAPARTE**  
**Países emergentes**



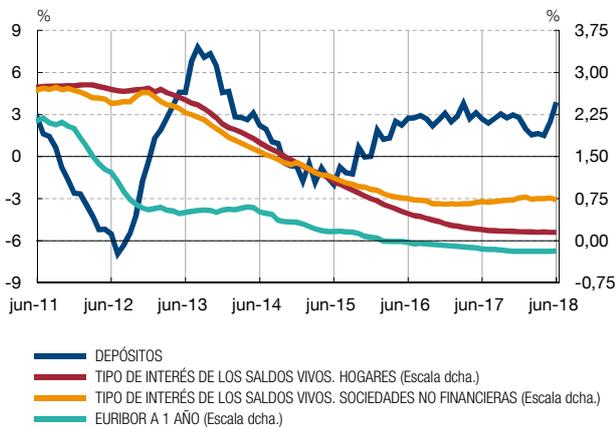
FUENTE: Banco de España.

en el exterior respecto al total se incrementó hasta alcanzar el 40,1 % en junio de 2018. No obstante, los depósitos del sector privado a nivel consolidado de las entidades de depósito españolas crecieron un 0,6 % en tasa interanual hasta alcanzar los 1.972 mm de euros en junio de 2018 (véase Anejo 1). Este aumento vino motivado por los depósitos del sector residente en España, donde crecieron un 2 % en tasa interanual, mientras que en el exterior cayeron un 1,6 % (en parte por el efecto de una apreciación generalizada del tipo de cambio del euro frente al resto de divisas).

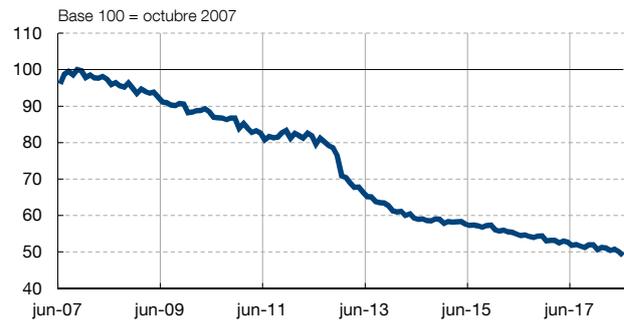
El gráfico 2.20.A muestra la distribución geográfica de los depósitos en el exterior de aquellas entidades españolas con exposición internacional relevante. Como se observa en el gráfico, la actividad en el exterior de las entidades españolas se concentra principalmente en 5 países que representan cerca del 65 % de los depósitos en el exterior: Reino Unido (28,1 %), EE.UU. (12,9 %), México (9,4 %), Brasil (8,3 %) y Portugal (6,1 %).

Por otra parte, el gráfico 2.20.B muestra, para los principales países emergentes en los que las entidades españolas están presentes, la distribución geográfica de los depósitos que, con

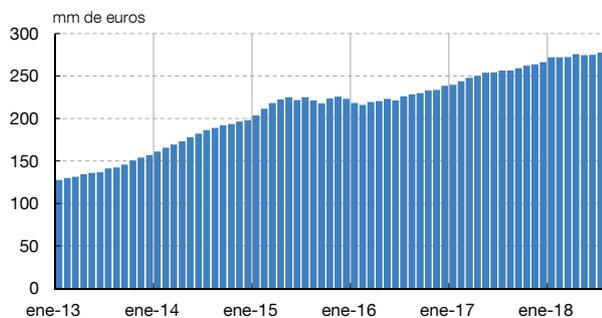
A VARIACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y TIPOS DE INTERÉS DE LOS SALDOS VIVOS



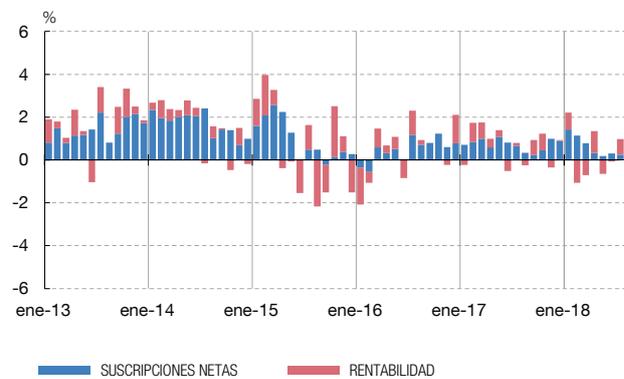
B EVOLUCIÓN RELATIVA DE LA RATIO CRÉDITO-DEPÓSITOS (a)



C PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN



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



FUENTES: CNMV y Banco de España.

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

carácter general, proviene principalmente de hogares y sociedades no financieras. En Chile destaca la importancia de la financiación procedente de sociedades no financieras (por encima del 50 % del total), mientras que en Turquía, Polonia y Argentina la financiación de hogares supera el 50 % del total. En México y Perú la proporción de depósitos de hogares y sociedades no financieras es más equilibrada. Finalmente, en Brasil y Colombia destacan la financiación de entidades de crédito y de administraciones públicas, respectivamente.

Los depósitos minoristas de sociedades no financieras y hogares se incrementaron en el último año, mientras se observó una estabilización en la senda de los tipos de interés...

Los depósitos captados del sector privado residente (limitando el análisis a los hogares y sociedades no financieras) por parte de las entidades de depósito en España, analizados a través de los estados financieros individuales, crecieron en el último año un 3,9%. Esto supone un incremento algo mayor que el observado doce meses antes (2,7 %) y, en todo caso, continúa con la tendencia al alza iniciada a mediados de 2015. En estos últimos doce meses se han estabilizado los tipos de interés que remuneran los depósitos de hogares y de sociedades no financieras, en línea también con la estabilización en la caída del Euribor (véase gráfico 2.21.A). No obstante, debido a los bajos tipos de interés, han seguido incrementándose los depósitos a la vista en detrimento de los constituidos a plazo, tal y como ha venido ocurriendo en los últimos años, de tal forma que los depósitos a plazo

han pasado de representar el 53,4 % de los depósitos totales en diciembre de 2013 al 19,6 % en junio de 2018.

..., lo que, unido al descenso del crédito, motivó una caída adicional en la ratio crédito/depósitos de estos sectores

Debido a la evolución a la baja del crédito, más acentuada en esta ocasión como consecuencia de lo ocurrido en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, y a la trayectoria opuesta del volumen de depósitos, la ratio crédito/depósitos ha continuado su senda descendente de los últimos años. Dicha ratio es ya inferior a la mitad de la observada en octubre de 2007, momento en el que se alcanzó el máximo en la serie (véase gráfico 2.21.B).

Los fondos de inversión, en un entorno de bajos tipos de interés y baja rentabilidad del activo, continuaron incrementando su patrimonio siguiendo la tendencia iniciada a finales de 2012 (véase gráfico 2.21.C). En julio de 2018, el patrimonio de los fondos de inversión rozó los 275 mm de euros, habiéndose incrementado más de 11 mm de euros en lo que llevamos de año. Las suscripciones netas han aumentado en todos los meses del año, mientras que el comportamiento de la rentabilidad de los fondos de inversión ha sido más errático, alternando rentabilidades positivas (3 meses del año) y negativas (cuatro meses del año), como se puede ver en el gráfico 2.21.D.

## 2.2 Rentabilidad

En la primera mitad del año el sector bancario español ha obtenido un beneficio superior a 10.000 millones de euros, un 12,5 % más que en 2017

En la primera mitad del año 2018, el conjunto de entidades de depósito españolas registró, en términos consolidados un resultado atribuido a la entidad dominante ligeramente por encima de los 10.000 millones de euros. Este importe supone un crecimiento del 12,5 % respecto al beneficio obtenido en la primera mitad de 2017 (véase Anejo 2). El aumento en el resultado implica un crecimiento de 7 puntos básicos de la rentabilidad sobre activos (ROA) del sector bancario español, desde el 0,50 % de junio de 2017 al 0,57 % de junio de 2018. En la misma línea, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) crece medio punto porcentual desde el 7,1 % de junio de 2017 al 7,6 % de junio de 2018.

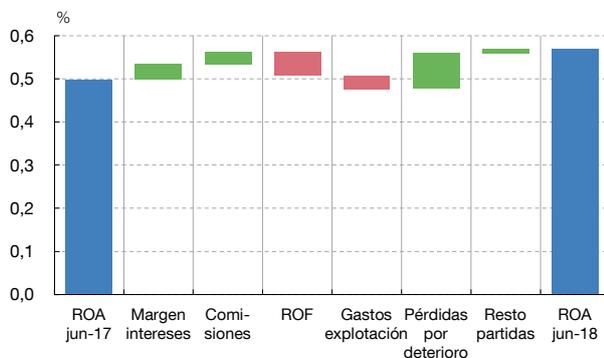
El principal determinante de la mejora en el beneficio, como en los últimos años,...

Siguiendo la tendencia de los últimos años, el principal determinante de esta mejora en el beneficio, es la reducción interanual de las pérdidas por deterioro de activos, que caen un 18,1 % en el último año. Por la parte alta de la cuenta de resultados, el margen de intereses aumenta ligeramente (0,1 %), pero dado que los activos totales medios

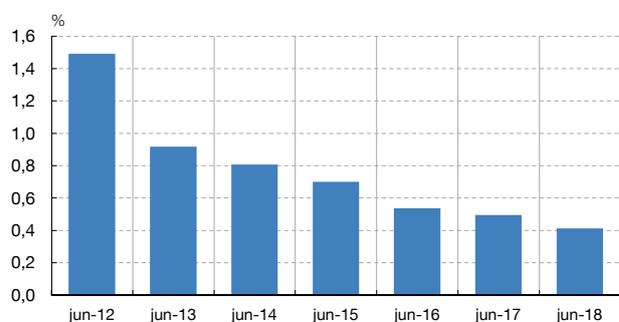
### RENTABILIDAD A NIVEL CONSOLIDADO Entidades de depósito

GRÁFICO 2.22

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



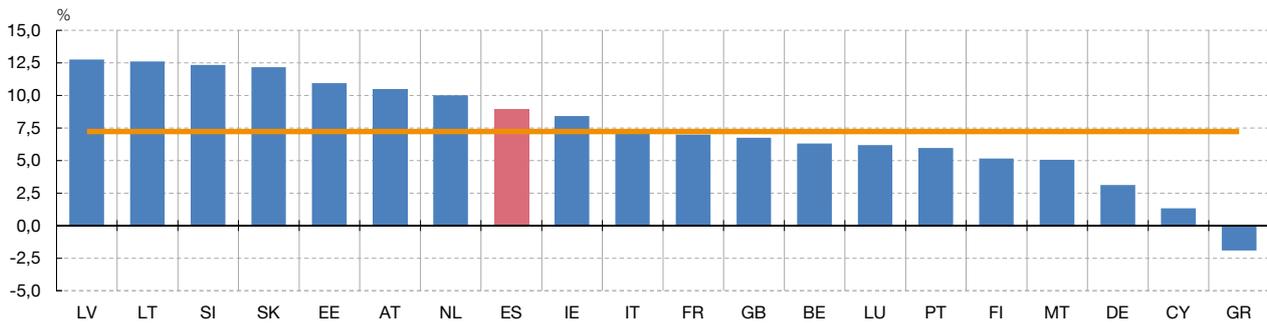
B PORCENTAJE SOBRE ATM DE LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO DE ACTIVOS FINANCIEROS



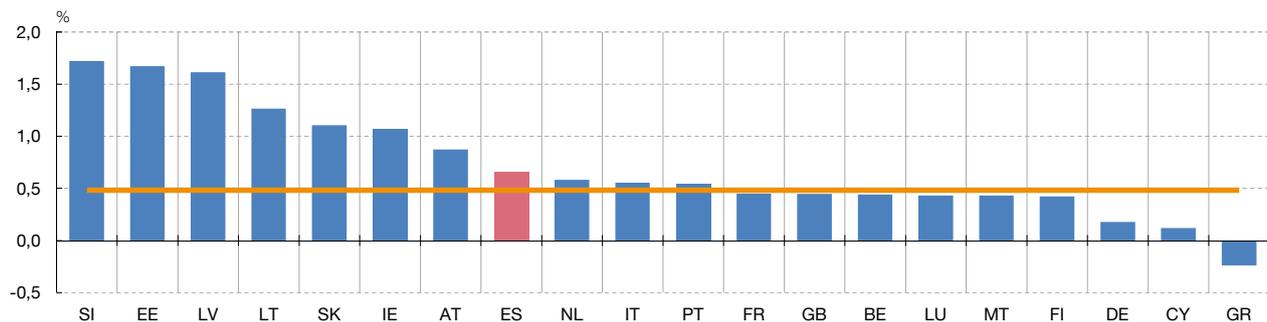
FUENTE: Banco de España.

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

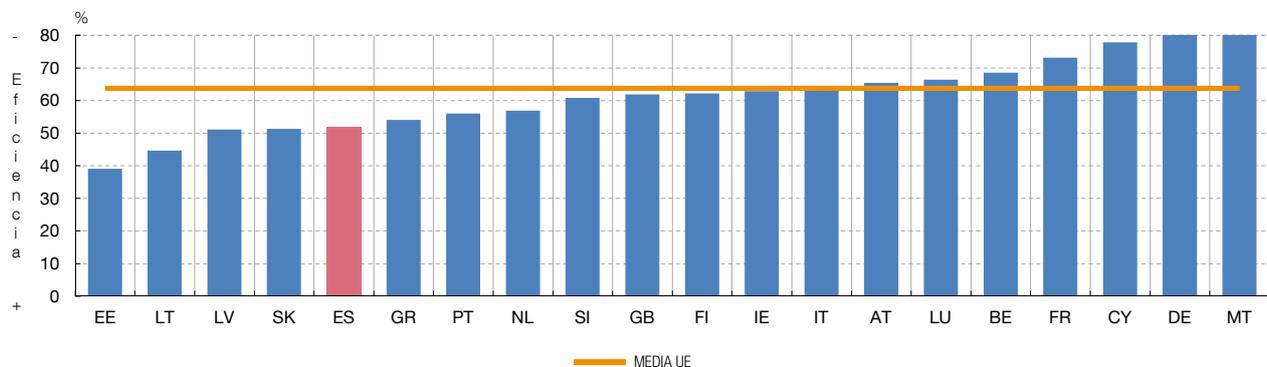
A RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS



B RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS



C RATIO DE EFICIENCIA (a)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

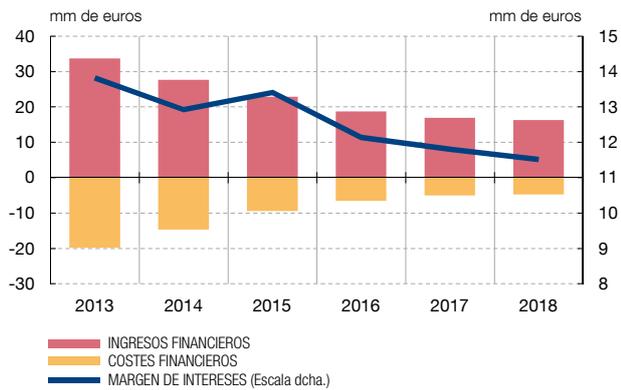
a La ratio de eficiencia se define como el cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto.

...es la reducción de las pérdidas por deterioro

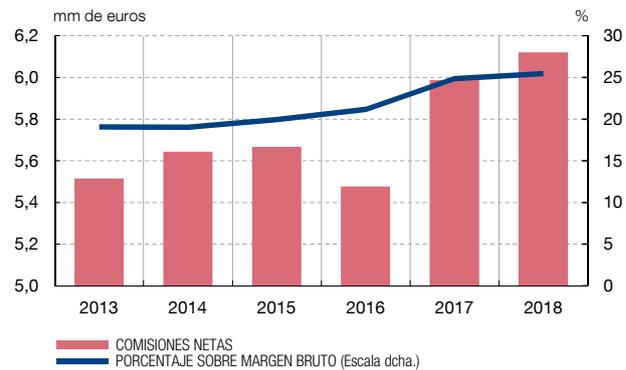
caen un 1,7 % entre junio de 2017 y junio de 2018, su contribución a la rentabilidad sobre activos totales medios (ATM) se incrementa en 3 puntos básicos, como se puede ver en el gráfico 2.22.A.

En el actual contexto de tipos de interés bajos, las entidades han derivado parte de su negocio a la provisión de servicios bancarios, con lo que las comisiones han aumentado un 2,3 % en el último año (véase Anejo 2). El resultado de operaciones financieras, en línea con lo sucedido en los últimos años, ha reducido su peso sobre ATM en 4 puntos básicos hasta el 0,16 %. Como consecuencia de estas variaciones, el margen bruto se reduce ligeramente, un 1,8 %, entre junio de 2017 y junio de 2018. Los gastos de explotación a nivel consolidado aumentan un 0,4 %, por lo que el margen de explotación se reduce en mayor medida que el margen bruto, y cae un 3,9 % en tasa interanual. Finalmente, como

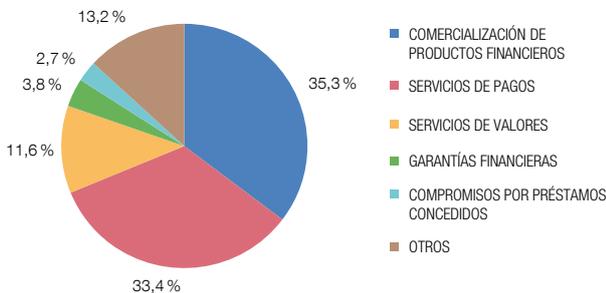
A INGRESOS Y COSTES FINANCIEROS Y MARGEN DE INTERESES



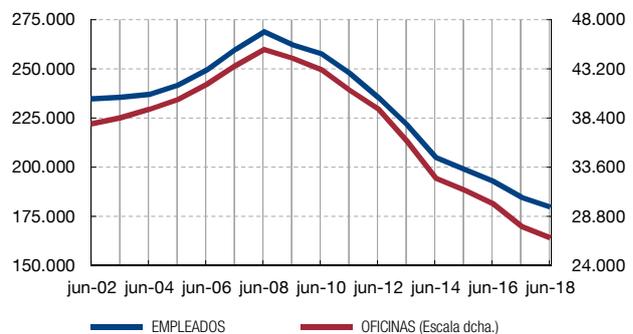
B COMISIONES NETAS. IMPORTES Y PORCENTAJE SOBRE MARGEN BRUTO



C DISTRIBUCIÓN DE COMISIONES NETAS. JUNIO DE 2018



D EMPLEADOS Y OFICINAS. 2002 - 2018



FUENTE: Banco de España.

se puede ver en el gráfico 2.22.B, las pérdidas por deterioro han descendido de manera notable en el último año, siguiendo la senda de los últimos seis años, y su peso sobre activos totales medios se reduce hasta el 0,41 %.

En términos de rentabilidad y eficiencia, el sector bancario español mejora la media europea

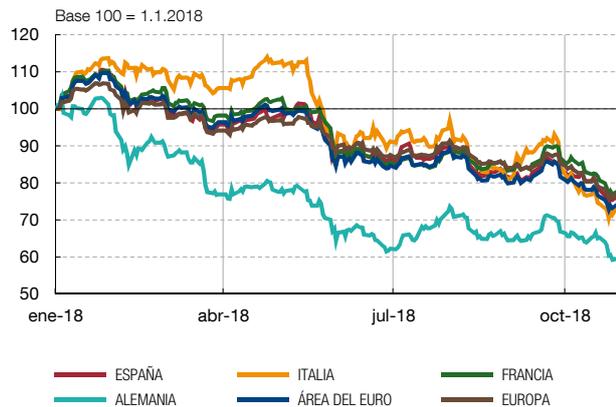
Con datos de la Autoridad Bancaria Europea a junio de 2018<sup>4</sup>, el gráfico 2.23 presenta una comparativa europea de tres medidas de rentabilidad a nivel consolidado: la rentabilidad sobre fondos propios, la rentabilidad sobre activos y la ratio de eficiencia. En los gráficos 2.23.A y 2.23.B se observa que tanto el ROE como el ROA del sistema bancario español se sitúan por encima de la media europea y de los principales países europeos. Finalmente, en el gráfico 2.23.C se puede ver que la ratio de eficiencia de los bancos españoles se sitúa entre las más bajas (mejores) de Europa.

En los negocios en España, la rentabilidad ha mejorado ligeramente respecto al año anterior, aunque se sitúa por debajo de la rentabilidad consolidada a nivel global

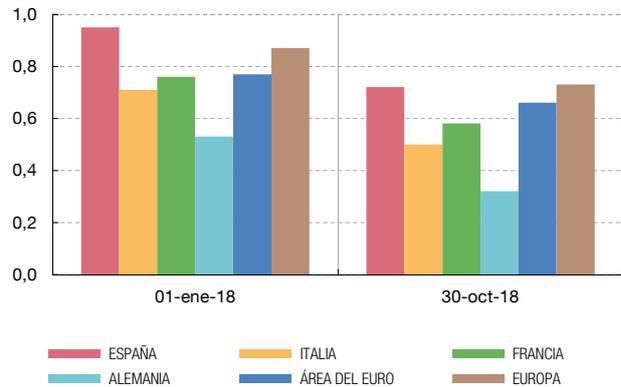
En cuanto a los negocios en España, analizados a través de los estados financieros individuales declarados por las entidades, la rentabilidad del sector en la primera mitad de 2018 es algo inferior a la de su actividad consolidada a nivel global. En cuanto a su comparativa respecto al primer semestre de 2017, la rentabilidad sobre activos ha aumentado levemente, del 0,53 % de junio de 2017 al 0,55 % de junio de 2018, y lo mismo ocurre con la rentabilidad sobre fondos propios, del 5,9 % de junio de 2017 al 6,2 % de junio de 2018. Al igual que en la actividad consolidada a nivel global, el principal determinante de esta mejora interanual es la significativa reducción de las pérdidas por deterioro de activos, que caen cerca del 47 % en el último año.

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

A EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES DEL SECTOR BANCARIO



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



FUENTE: Datastream.

Las comisiones netas se han incrementado, en importes y en peso sobre el margen bruto, en los dos últimos años

En relación con los márgenes, como se observa en el gráfico 2.24.A, continuó el descenso del margen de intereses derivado del mayor descenso de los ingresos financieros respecto a los costes financieros. Este continuado descenso se ha visto compensado porque parte del negocio de las entidades se ha dirigido a la prestación de servicios que generan comisiones. Así, en el gráfico 2.24.B se puede ver el incremento de las comisiones netas en los últimos dos años, tanto en importes absolutos como en su peso sobre el margen bruto.

En cuanto a la tipología de las comisiones, las asociadas a la comercialización de productos financieros y las derivadas de servicios de pagos son las mayoritarias y juntas representan casi el 70 % de las comisiones netas a junio de 2018 (véase gráfico 2.24.C). Les siguen las comisiones por servicios de valores que suponen más del 11 %, las asociadas a garantías financieras (menos del 4 %) y a compromisos por préstamos concedidos (menos del 3 %), mientras que el resto de comisiones representan cerca del 13 %.

En 2018 continúa el descenso del número de empleados y oficinas, con caídas interanuales en el entorno del 3 % y el 4 %, respectivamente. El proceso de ajuste de capacidad productiva del sistema bancario español alcanza los diez años, y la reducción de oficinas respecto a los máximos de 2008 supera el 40 %, mientras que la de empleados supera el 32 % (véase gráfico 2.24.D). Los bancos necesitan seguir ajustando sus gastos de explotación, dada la presión existente en los márgenes, aprovechando el progreso tecnológico en la distribución de productos financieros, sin descuidar los nuevos riesgos (operacional, de ciberseguridad, legal, etc.) que ello pudiera comportar.

La cotización de los bancos de los principales países europeos ha seguido una trayectoria descendente en lo que llevamos de año

La presión sobre la rentabilidad y el resto de riesgos mencionados en el capítulo 1 contribuyen a explicar la evolución en Bolsa de los bancos europeos en lo que llevamos de 2018. En casi toda la primera mitad del año, las cotizaciones de los bancos europeos, a excepción de los alemanes que han caído a lo largo de todo el año y de los italianos cuya cotización subió en los primeros meses del año, se mantuvieron relativamente estables. Sin embargo, a partir de mediados de mayo, la cotización de los bancos europeos, particularmente los italianos, comenzó a caer y ha mantenido una tendencia descendente desde entonces (véase gráfico 2.25.A). A resultas de este comportamiento, las cotizaciones de los bancos de los principales países europeos han caído entre el 24 % y el 26 % en lo que llevamos de año, y la de los bancos alemanes por encima del 40 %. Los bancos españoles han seguido la misma tendencia y han caído un 24 % entre el 1 de enero y el

30 de octubre de 2018. Estos descensos en las cotizaciones se traducen en una caída del cociente entre el valor de mercado y el valor en libros (*price to book value*) de los sistemas bancarios europeos. En atención a esta métrica, el sector bancario español se encuentra en línea con la media europea, aunque por encima de la media de la zona euro y de países como Francia e Italia, y de manera especial, Alemania (véase gráfico 2.25.B).

La recuperación de la rentabilidad se debería destinar, en buena medida, a reforzar los niveles de solvencia

Incluso con tipos muy bajos y con márgenes muy estrechos, las entidades españolas han continuado mejorando el resultado final de su cuenta de resultados (básicamente por la reducción de las pérdidas por deterioro de activos). Esta recuperación de la rentabilidad facilita a las entidades destinar más recursos a reforzar sus niveles de solvencia, de forma que puedan acercarse a los niveles en los que se encuentran las entidades del resto de países de la zona euro, aspecto que se analiza a continuación.

### 2.3 Solvencia

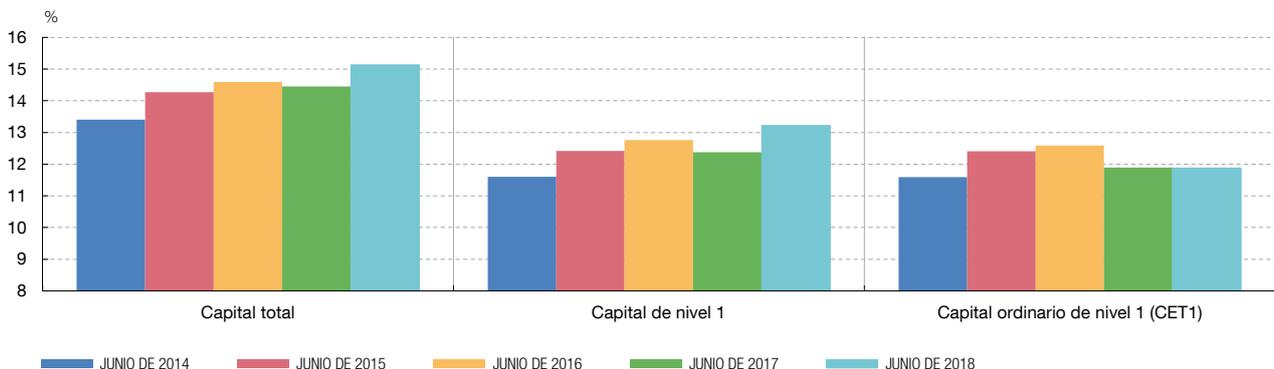
En junio de 2018 la ratio de CET1 se situó en el 11,9 %, el mismo nivel que el año anterior, debido a descensos en la misma proporción del CET1 y de los APRs

En junio de 2018, la ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1), el capital de mayor calidad, se situó en el 11,9 %, el mismo nivel que en el año anterior (véase gráfico 2.26). Pese a que el nivel de la ratio no ha variado entre junio de 2017 y junio de 2018, sí lo han hecho su numerador, el capital ordinario de nivel 1, y su denominador, los activos ponderados por riesgo (APRs). Ambos se han reducido en el último año en la misma proporción, un 5,5 % (véase gráfico 2.27.A). La disminución en el CET1 se debe en buena medida a la reducción de los ajustes transitorios<sup>5</sup> que disminuyen casi un 60 % entre junio de 2017 y junio de 2018 al acercarse el período de implantación plena de Basilea 3. Los principales ajustes transitorios eran las deducciones de activos intangibles, que se eliminan ya en 2018. Los ajustes transitorios más importantes que quedan referidos a Basilea 3 son las deducciones de activos fiscales diferidos basados en un futuro rendimiento (3,2 mm de euros). Además, en 2018 se han introducido los ajustes transitorios derivados del mecanismo de adecuación progresiva del impacto de la norma NIIF 9 sobre las ratios de capital (que ascienden a casi 4 mm de euros en junio de 2018), cuyo calendario transitorio tiene una duración de cinco años.

Desde una perspectiva temporal más amplia, desde junio de 2014, el primer año en el que comenzaron a aplicarse los estándares prudenciales conocidos como Basilea 3 con la entrada en vigor de la CRD IV/CRR, en particular, la introducción del CET1, la ratio de

RATIOS DE CAPITAL  
Entidades de depósito

GRÁFICO 2.26



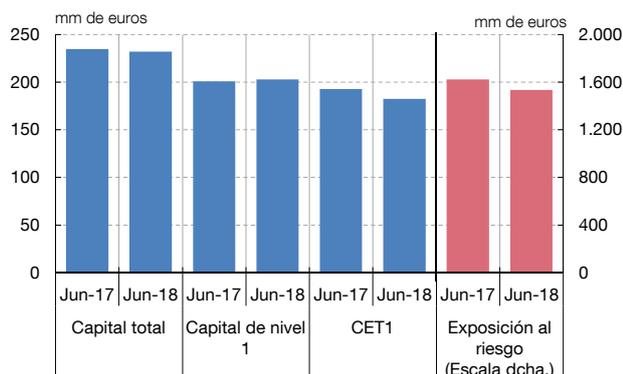
FUENTE: Banco de España.

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

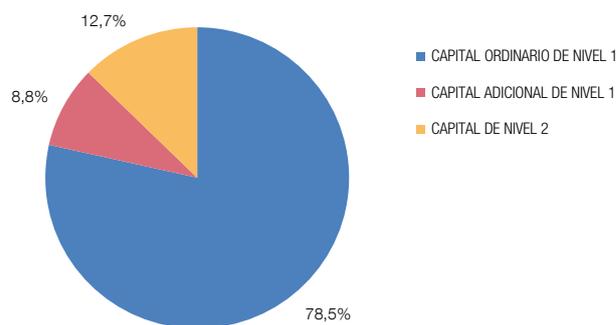
**COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS Y DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO**  
Entidades de depósito. Junio de 2018

GRÁFICO 2.27

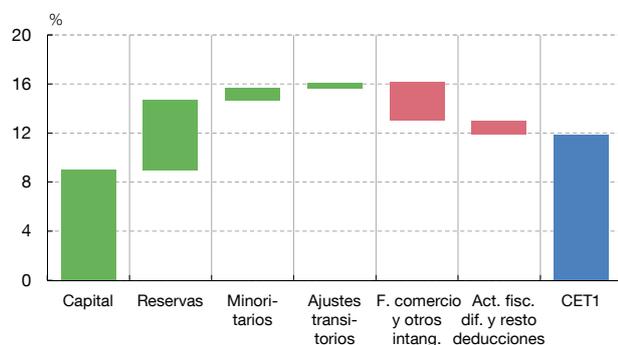
**A NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO**



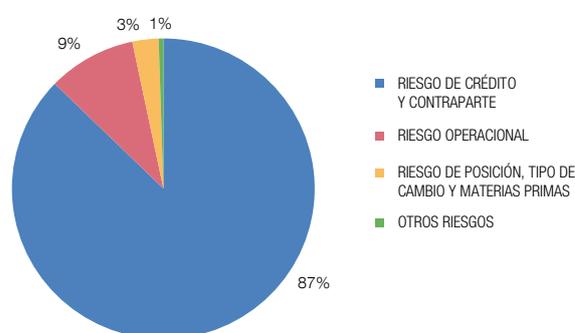
**B COMPOSICIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS**



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



**D COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO**



FUENTE: Banco de España.

capital ordinario de nivel 1 se ha incrementado en 0,3 pp. Por el contrario, las otras dos ratios de capital, la de capital total y la de capital de nivel 1, han aumentado en mucha mayor medida: 1,7 pp y 1,6 pp, respectivamente (véase gráfico 2.26). Y en el último año, ambas ratios también han subido. La ratio de capital total, 0,7 pp, hasta el 15,1 %, y la ratio de capital de nivel 1, 0,8 pp, hasta el 13,2 %.

El capital adicional de nivel 1 ha aumentado su peso en los fondos propios debido a la significativa disminución de los ajustes transitorios

La significativa disminución de los ajustes transitorios a medida que se converge plenamente a la nueva definición de capital, ha provocado una redistribución de la composición de los fondos propios, reduciéndose el capital ordinario de nivel 1 y aumentando el capital adicional de nivel 1 (y por tanto aumentando la diferencia entre el CET1 y el capital de nivel 1). Así, el capital ordinario de nivel 1 representa un 78,5 % de los fondos propios en junio de 2018 (frente al 82,2 % un año antes), y el capital adicional de nivel 1 representa un 8,8 % de los fondos propios (frente al 3,4 % un año antes). Por su parte, el capital de nivel 2 se ha reducido en cierta medida y su peso es un 12,7 % de los fondos propios (frente al 14,4 % un año antes).

Los instrumentos de capital y las reservas constituyen la mayor parte del capital ordinario de nivel 1

El gráfico 2.27.C permite examinar en mayor detalle la composición del capital ordinario de nivel 1 en términos de los activos ponderados por riesgo. Los instrumentos de capital constituyen el principal componente de los elementos computables del CET1 suponiendo un 56 % de los mismos (casi 9 pp de la ratio CET1). Las reservas constituyen un 35 % de los elementos computables (5,7 pp de la ratio), de modo que capital y reservas representan el 91 % de los elementos computables del CET1 (14,7 pp de la ratio). Los intereses minoritarios tienen un peso del 6 % (1 pp de la ratio) y finalmente la mencionada reducción de los

ajustes transitorios implica que su peso sobre los elementos computables del CET1 se reduzca por debajo del 3 % (cuando, por ejemplo, en junio de 2014 rozaba el 20 %). Por la parte de las deducciones (4,2 pp de la ratio), las derivadas del fondo de comercio y otros activos intangibles suponen casi tres cuartas partes de las mismas (3,1 pp de la ratio).

Finalmente, en cuanto a la composición del denominador de las ratios, los activos ponderados por riesgo mantienen la estructura de los últimos años. Así, el riesgo de crédito y contraparte representa la gran mayoría de los APRs, un 87 %, el riesgo operacional supone un 9 %, mientras que el riesgo de posición, tipo de cambio y materias primas (diferentes manifestaciones del riesgo de mercado) y el resto de riesgos suponen menos del 5 % de los APRs del sector bancario español (véase gráfico 2.27.D).

Tanto en términos de la ratio de CET1 como de capital de nivel 1, España muestra unos niveles reducidos en la comparativa europea, mientras que en términos de la ratio de apalancamiento la posición es menos desfavorable

En el gráfico 2.28.A se presenta la comparativa europea de la ratio de capital ordinario de nivel 1 con datos de las entidades que reportan datos de COREP a la Autoridad Bancaria Europea a junio de 2018<sup>6</sup>. Como se observa en el gráfico, las entidades españolas en la comparativa europea de ratios de capital muestran unos niveles reducidos tanto en términos de la ratio de CET1 como de la ratio de capital de nivel 1 (gráfico 2.28.B) y de la ratio de capital total (gráfico 2.28.C). No obstante, en términos de la ratio de apalancamiento (gráfico 2.28.D), la posición es menos desfavorable al compararla con otros países grandes de nuestro entorno debido a las mayores densidades de APRs en España, es decir, por el mayor nivel del cociente entre APRs y exposición total o entre el nivel medio de riesgo de la exposición y la propia exposición en valor absoluto sin ajustar.

Por su parte, en el gráfico 2.29 se presenta una evolución histórica de las ratios de capital de las entidades españolas. En el gráfico 2.29.A se muestran la evolución anual de las ratios de capital total y de nivel 1 desde junio de 2008, donde se puede ver que la ratio de capital de nivel 1 ha crecido en todo el período, salvo en el año 2012, cuando se produjeron unas pérdidas significativas en el sector. Por su parte, la ratio de capital total también crece a partir de 2012, mientras que en los años anteriores se habían mantenido relativamente estable.

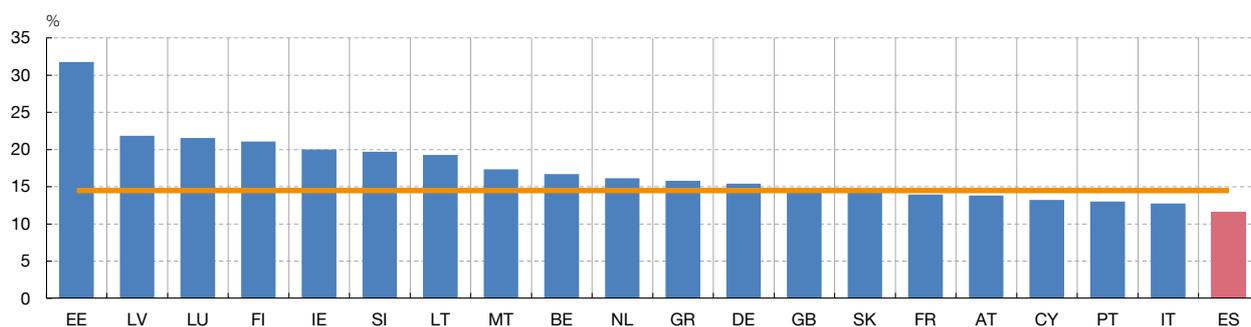
La ratio de CET1 prácticamente no ha aumentado desde 2014, y el aumento de 30 pb se debe a una reducción de los APRs

El análisis de la ratio de capital ordinario de nivel 1 se circunscribe al período 2014-2018, porque como se ha comentado anteriormente, este tipo de capital de mayor calidad se instaura con los estándares prudenciales de Basilea 3 que comienzan a aplicarse en marzo de 2014. En el gráfico 2.29.B se observa cómo la ratio de CET1 prácticamente no ha incrementado su valor respecto al que tenía en 2014. Además, este aumento de la ratio de 30 pb no se ha producido como consecuencia del efecto de un incremento en el capital computable, sino a raíz de la disminución de los activos ponderados por riesgo (denominador de la ratio).

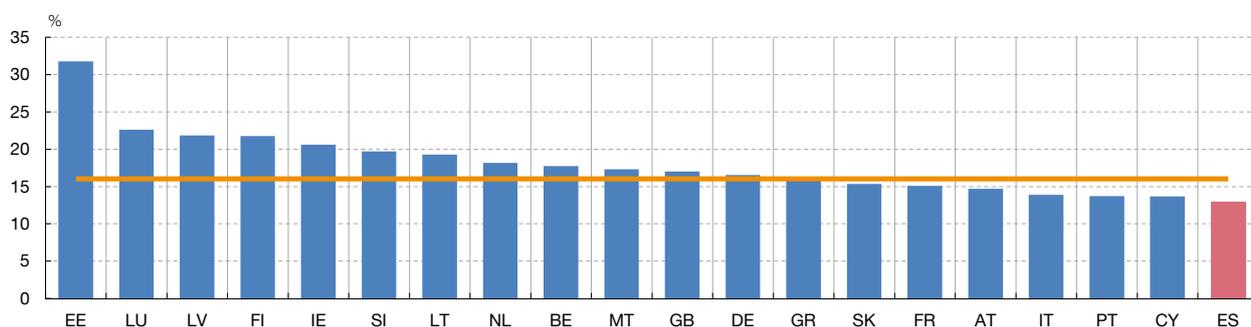
En el gráfico 2.29.C se descompone en detalle la variación de 30 puntos básicos entre la ratio de CET1 del 11,6 % de junio de 2014 y la del 11,9 % de junio de 2018. En este período, el capital y las reservas computables como CET1 se han incrementado en un poco más de 2 puntos porcentuales de APRs. Los intereses minoritarios, y las deducciones por el fondo de comercio y otros activos intangibles y por los activos fiscales diferidos han variado muy poco su contribución a la ratio, mientras que el resto de deducciones han aumentado su contribución en 1,3 pp de APRs. Los incrementos de la ratio derivados del capital, las reservas y el resto de deducciones se ven compensadas en su mayor parte por el descenso de los ajustes transitorios de casi 3 pp de la ratio, a medida que el efecto de la entrada en vigor de Basilea 3 va teniendo su impacto en el CET1, dando como resultado final de la evolución de la ratio de CET1 en los últimos cuatro años, el comentado incremento de 30 pb.

<sup>6</sup> Véase <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

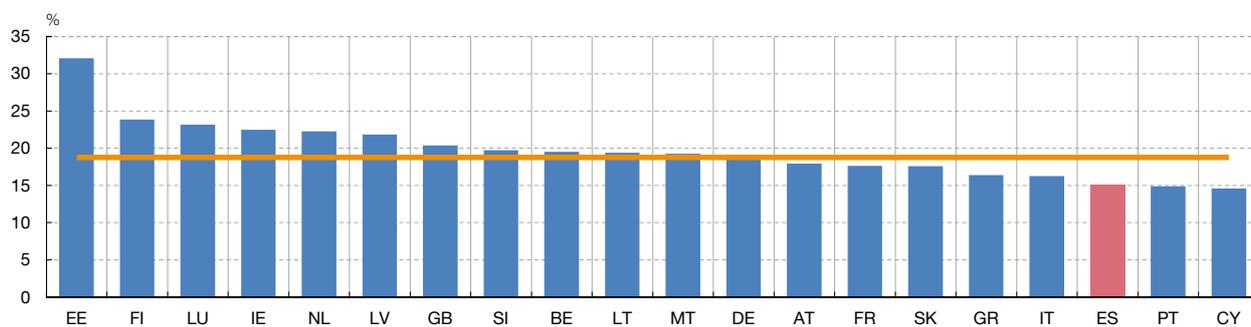
A RATIO CET1



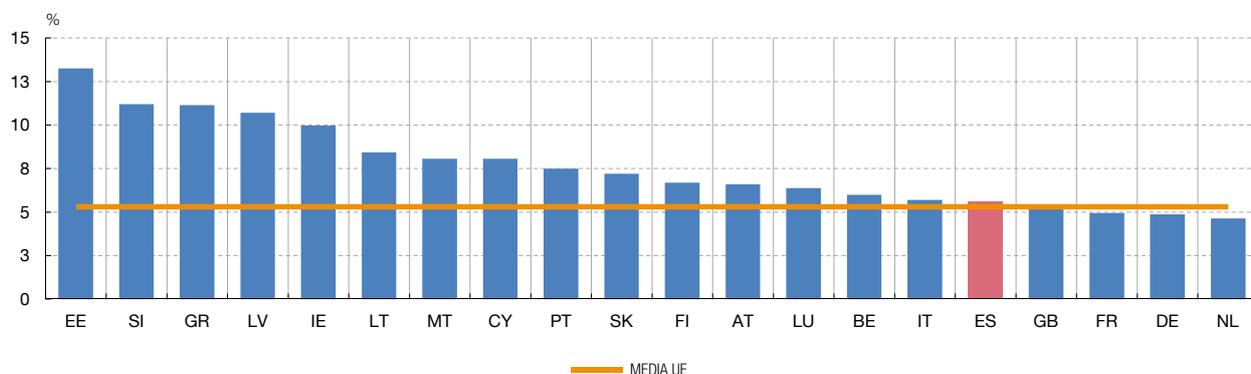
B RATIO DE TIER 1



C RATIO DE CAPITAL TOTAL



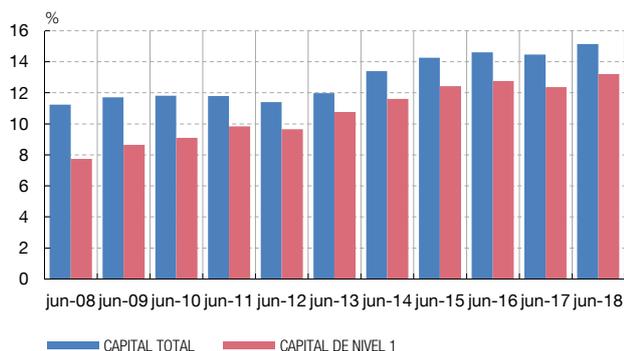
D RATIO DE APALANCAMIENTO



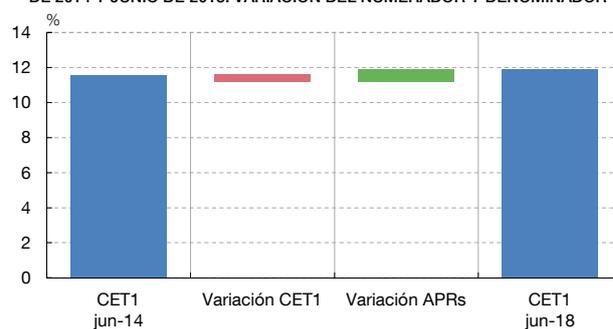
— MEDIA UE

FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

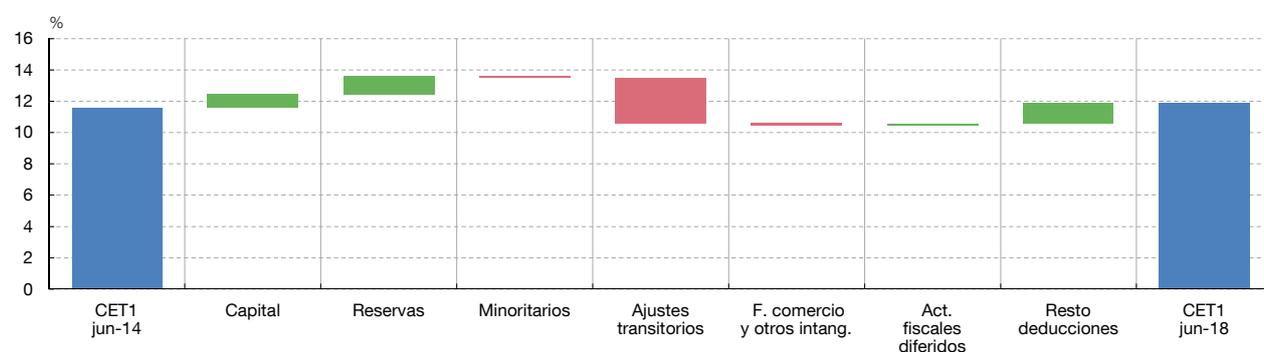
A EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS RATIOS DE CAPITAL DE NIVEL 1 Y DE CAPITAL TOTAL



B DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE CET1 ENTRE JUNIO DE 2014 Y JUNIO DE 2018. VARIACIÓN DEL NUMERADOR Y DENOMINADOR



C DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE CET1 ENTRE JUNIO DE 2014 Y JUNIO DE 2018. PORCENTAJE SOBRE ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



FUENTE: Banco de España.

Las entidades deberían tratar de reforzar su posición de capital, dado que la solvencia es un elemento fundamental de la capacidad de absorción de pérdidas y un indicador de referencia para el mercado

En términos generales se puede decir que la situación de ratios de capital de las entidades de depósito españolas, en términos comparados con el resto de entidades europeas refleja, en parte, el intenso proceso de saneamiento de los balances llevado a cabo, así como una mayor densidad de sus activos ponderados por riesgo. Adicionalmente, los indicadores de mercado (*price to book value*) de los bancos españoles en comparación con los de los países grandes de la zona euro son relativamente mayores (véase gráfico 2.25.B). No obstante, las entidades deberían adoptar estrategias para reforzar su capital puesto que no hay que olvidar que la solvencia de una entidad es el pilar fundamental que sustenta la capacidad de absorción de pérdidas en caso de que estas aparecieran de forma imprevista, como manifestación de los riesgos (de crédito, mercado, operacional, legal, etc.) que afectan al sistema bancario español y también al resto de sistemas bancarios europeos. Además, es un indicador de referencia fundamental para el mercado a la hora de juzgar la solidez y confianza que se deposita en una entidad o en un sistema bancario en general. Asimismo, un nivel de solvencia holgado permite responder sin dilación a un posible crecimiento de la demanda de crédito lo que, a su vez, contribuye a reforzar el crecimiento económico y la posición financiera de los bancos.

Adicionalmente, hay que recordar que los requerimientos de fondos propios y otros pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés) que la Junta Única de Resolución (JUR) ha empezado a fijar para las entidades significativas europeas son un motivo adicional para que los bancos españoles refuercen su capital en el entorno actual, donde la rentabilidad, aunque condicionada por el entorno de tipos de interés y el proceso de desapalancamiento, continúa su senda de recuperación y la economía está creciendo a un ritmo significativo. Para más detalles sobre los requerimientos de MREL, véase Recuadro 2.4.

La Unión Bancaria en Europa se ha traducido, hasta ahora, en la puesta en marcha del MUS (Mecanismo Único de Supervisión) y de la JUR (Junta Única de Resolución), responsable esta última de la preparación de la resolución de las entidades significativas europeas. Dicha preparación incluye la elaboración de planes de resolución, el análisis de la resolubilidad y la exigencia de requerimientos mínimos de recursos propios y otros pasivos elegibles (MREL por sus siglas en inglés) que hagan posible cumplir con el cambio de paradigma que se ha instaurado a nivel internacional como consecuencia de la última crisis bancaria. Dicho cambio de paradigma en la resolución de entidades financieras consiste en la sustitución del *bail-out* (rescate o recapitalización de la entidad con fondos públicos) y la implantación del *bail-in* (rescate de la entidad con fondos privados, de la propia entidad).

A pesar de los esfuerzos realizados por la JUR desde su creación para avanzar en la construcción de la Unión Bancaria en lo que se refiere a la resolución, subsisten algunas incertidumbres ligadas en parte a la discusión actual de la nueva normativa de resolución europea (conocida como BRRD2). Esta discusión podría afectar al MREL en temas como la calibración, la subordinación, los periodos transitorios para su cumplimiento efectivo, etc.; cambios que hasta ahora la JUR no está teniendo en cuenta en el desarrollo de sus políticas internas al no tener todavía rango de norma aprobada.

A principios de 2018 la JUR estableció, por primera vez, objetivos vinculantes de MREL a nivel consolidado por grupo de resolución, para aquellas entidades españolas con colegios de resolución (por tener actividad bancaria tanto en la Unión Bancaria como fuera de ella pero dentro de la Unión Europea). Los requerimientos se basaban en la metodología aprobada por la JUR para el cálculo del MREL para la herramienta de resolución de *bail-in*<sup>1</sup>.

Este año se prevé que la JUR fije objetivos vinculantes, a nivel consolidado, para el resto de bancos españoles bajo su competencia. Para ello, durante el presente ejercicio la JUR ha desarrollado una metodología interna de calibración de MREL para herramientas distintas al *bail-in*, de carácter transitorio, cuyos resultados no ha comunicado aún a las entidades. Esto es especialmente relevante para las entidades significativas españolas dado que algunas cuentan como herramienta preferida en los planes de resolución la venta de negocio.

Para las entidades de mayor tamaño, con la metodología de cálculo de MREL actual para herramienta de *bail-in*, no se prevén grandes dificultades a la hora de alcanzar el objetivo de MREL a nivel consolidado, tal y como han hecho público las propias entidades tras la comunicación del objetivo vinculante a principios del presente ejercicio.

La situación para las entidades de tamaño medio aparece menos clara. Así, la metodología de cálculo para las entidades con estrategia de resolución distinta de *bail-in*, con carácter transitorio, a la

espera de diseñar una metodología final ajustada para cada entidad, puede llevar a requerimientos de MREL no muy inferiores a los que se generarían en aplicación de la calibración propia de la herramienta de *bail-in*<sup>2</sup>.

El modelo de negocio de estas entidades, en el caso español, tiene una naturaleza esencialmente minorista, fundamentalmente del lado del pasivo, con pesos elevados de la captación de depósitos de personas físicas y PYMEs en su estructura de financiación. Esta orientación que, en general, proporciona una mayor estabilidad al pasivo de la entidad, sin embargo conlleva un menor nivel de MREL por no tener dichos depósitos la consideración de instrumentos elegibles para su cumplimiento. A su vez, esta naturaleza del negocio, con pasivo integrado básicamente por depósitos minoristas y capital, provoca que su experiencia emisora se centre, fundamentalmente, en los mercados de instrumentos de capital, lo que genera que exista una base de inversores limitada y posibles dificultades en el acceso a los mercados de deuda, tanto preferente como no preferente. El tamaño de estas entidades, relativamente pequeño a escala mundial o europea, es un problema adicional para atraer una base amplia de inversores.

Finalmente, es previsible que las emisiones de este tipo de instrumentos tengan un impacto en el coste de financiación de las entidades medianas españolas mucho mayor que el esperado para las grandes. Esto se debe a las dificultades de acceso a los mercados, anteriormente mencionadas, junto con los bajos volúmenes, en términos absolutos, de las emisiones que tendrían que colocar. Cuanto menor sea el importe total de deuda en circulación para una entidad, menor será la liquidez de la misma, lo que conlleva que los inversores exijan una prima mayor.

Por todo lo anterior, y dada la incertidumbre normativa existente, sería necesario avanzar en la definición de metodologías de cálculo que tengan en cuenta las particularidades de cada entidad en cuanto al perfil de riesgo, el modelo de financiación, el tamaño y el acceso al mercado con el fin de acompañar los necesarios requerimientos de MREL al modelo de negocio de las entidades.

Las entidades españolas han empezado ya a fortalecer sus niveles de MREL, haciendo un uso limitado de la deuda senior no preferente, y con un claro predominio de las emisiones realizadas por las entidades de mayor tamaño. Junto a ello los precios de colo-

- 1 Además del *bail-in* la normativa prevé otras tres herramientas de resolución: la venta de negocio, el banco puente y la sociedad de gestión de activos. Ninguna de las cuatro herramientas, en principio, se prioriza sobre las restantes en la regulación europea.
- 2 Hay que tener en cuenta que en el caso de *open bank bail-in* la recapitalización de la entidad surgida tras la resolución deberá realizarse con fondos de la propia entidad, mientras que en el caso de una venta de negocio ese importe puede ser aportado, parcial o totalmente, por el comprador, tal y como se ha producido en recientes casos.

cación presentan una amplia heterogeneidad con diferencias de costes superiores, por ejemplo, a los 5 pp en instrumentos AT1 entre entidades grandes y medianas.

En el caso de las entidades menos significativas (LSIs por sus siglas en inglés), la problemática es similar o incluso más acentuada, a la existente en las entidades significativas de tamaño mediano, si bien, en este último caso, corresponderá al Banco de España, una vez que la metodología a nivel europeo esté claramente definida, calibrar el nivel de MREL a exigir a estas entidades.

En resumen, el cambio de paradigma en la resolución de entidades de depósito, desde el *bail-out* al *bail-in*, se traducirá en los próximos años en requerimientos de MREL no despreciables. La mejora progresiva de la rentabilidad de los bancos españoles, en un contexto de expansión económica sostenida y coste relativamente reducido de la financiación, debería permitir a las entidades de depósito españolas ir haciendo acopio progresivamente del MREL necesario para operar en el nuevo entorno regulatorio. Dado que el MREL incluye no solo fondos ajenos sino también fondos propios (capital y reservas), cualquier mejora en el volumen existente de estos últimos contribuirá también al cumplimiento de los objetivos de MREL.

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

En su evolución, el FLESB incorpora también un análisis de liquidez y ha introducido el marco IFRS 9

El Banco de España viene realizando de forma anual desde 2013 pruebas de resistencia al sistema bancario español utilizando el marco de análisis denominado FLESB, acrónimo de *Forward Looking Exercise on Spanish Banks*. El marco FLESB es una herramienta propia del Banco de España, que centra su análisis en la capacidad de resistencia de las entidades españolas, en términos de solvencia y liquidez, ante diferentes escenarios macroeconómicos. Se trata de un enfoque *top-down*, con unos supuestos metodológicos homogéneos definidos por la propia autoridad nacional y apoyado en el uso de datos altamente granulares.

El Banco de España ha introducido de forma continua mejoras sobre la metodología utilizada, los principales métodos de cálculo y el alcance de los riesgos que contempla, destacando, por ejemplo, que en el ejercicio de 2017 se introdujo por primera vez un análisis de la posición de liquidez de cada entidad. En el presente ejercicio, la entrada en vigor a partir del 1 de enero de 2018 de la nueva normativa contable *International Financial Reporting Standard 9* (IFRS 9, por sus siglas en inglés) y de la Circular del Banco de España 4/2017 ha marcado un cambio en los fundamentos metodológicos utilizados en el cálculo de las pérdidas por riesgo de crédito y motivado la revisión del tratamiento de este riesgo dentro del marco FLESB. En particular, se ha añadido la categoría de crédito normal deteriorado (fase 2, S2) a las ya existentes de crédito normal (fase 1, S1) y crédito dudoso (fase 3, S3). Además, las pérdidas esperadas correspondientes a esta nueva categoría, S2, se calculan sobre toda la vida de la exposición y no sólo los doce meses utilizados para el crédito normal. Se incorpora también un modelo de transición de las exposiciones entre estas tres fases para todo el horizonte del ejercicio.

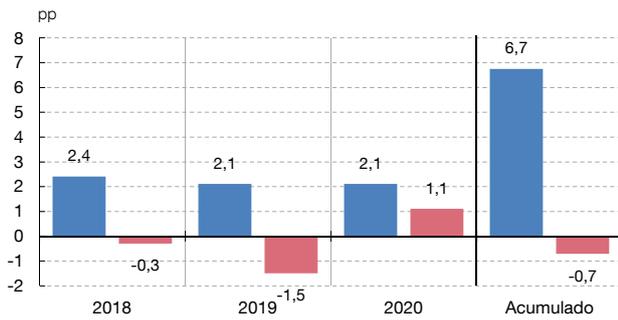
#### Escenarios utilizados: solvencia y liquidez

El escenario base se ajusta a las expectativas centrales para 2018-2020 mientras que el escenario adverso considera una fuerte...

En este ejercicio, se han utilizado para el análisis de solvencia del FLESB los escenarios macroeconómicos diseñados para el test de estrés que coordina a nivel europeo la ABE<sup>7</sup>. El escenario base, recoge la evolución más probable del entorno económico a lo largo de

<sup>7</sup> Aunque los escenarios utilizados por el FLESB son los mismos que los usados por la ABE en el ejercicio realizado a nivel europeo, los supuestos, metodología, estimación de parámetros y perímetro de aplicación (entidades estresadas y riesgos analizados), difieren, por lo que los resultados de ambos ejercicios no son directamente comparables, de ahí las diferencias existentes entre unos y otros.

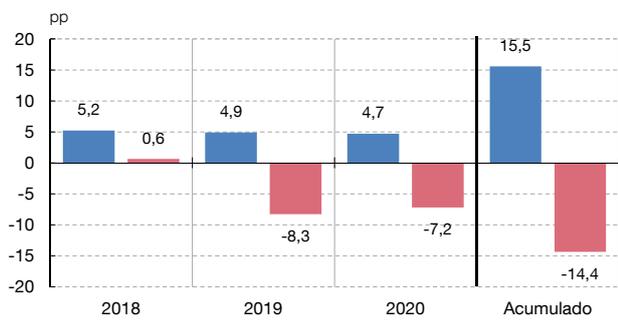
A PREVISIÓN DE TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO



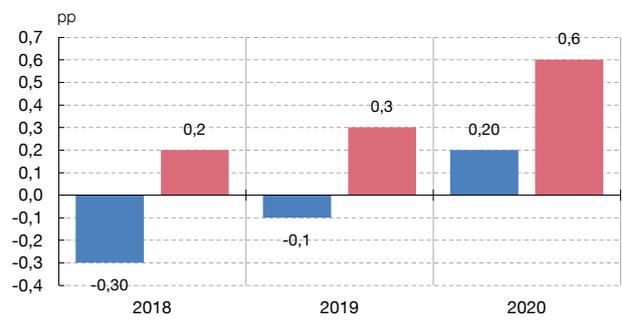
B PREVISIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO BAJO EL ESCENARIO BASE Y ADVERSO



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



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



■ BASE ■ ADVERSO

FUENTE: Banco de España.

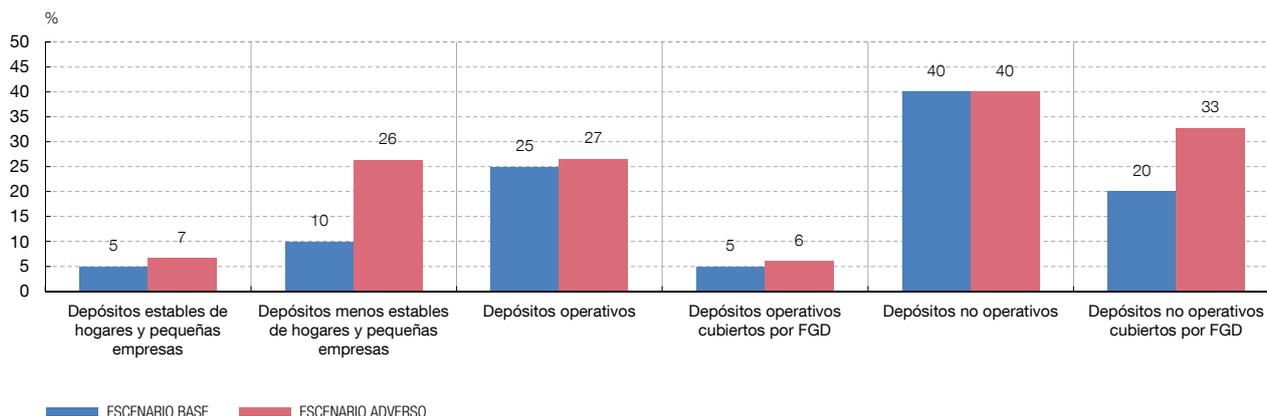
...repreciación de los activos financieros y una disminución del crecimiento económico global

los tres años del ejercicio, de 2018 a 2020, mientras que el escenario adverso, recoge la materialización de los principales riesgos de la economía europea identificados por el ESRB. En particular, el escenario considera una repreciação abrupta de primas de riesgo en los mercados globales con impacto en múltiples activos: aumento del nivel y la pendiente de la curva de tipos en EE.UU. y *shock* global en los mercados de renta variable. Esta repreciação y el consiguiente empeoramiento de las condiciones financieras, desencadena una recesión global que alcanza a los países europeos. Otros riesgos materializados en el escenario adverso incluyen el proceso de retroalimentación entre baja rentabilidad bancaria y actividad económica débil, activado por la recesión del escenario, así como el exceso de endeudamiento público y privado y la falta de liquidez de entidades financieras no bancarias.<sup>8</sup> Es importante recalcar que el escenario adverso no refleja las expectativas de las autoridades nacionales o europeas sobre la evolución de la macroeconomía, sino unas condiciones hipotéticas utilizadas para valorar la resistencia de los bancos a condiciones extremas e improbables.

El escenario adverso considera una evolución recesiva en España en 2018 y 2019, con recuperación en 2020, con una caída acumulada del PIB del -0,7%

El gráfico 2.30.A, muestra la comparativa entre el crecimiento del PIB de España a lo largo del horizonte del ejercicio bajo los escenarios base y adverso. En los dos primeros años, 2018 y 2019, el escenario adverso presenta crecimientos del PIB negativos de

<sup>8</sup> Es interesante hacer notar que aunque el escenario adverso quedó fijado a principios de este año, de alguna manera recoge los riesgos identificados en el resumen de este IEF. En concreto el riesgo de repreciação (subida de tipos de interés), y el potencial impacto negativo de las economías emergentes.



FUENTE: Banco de España.

a Ciertas actividades obligan a los clientes a realizar o mantener depósitos en un banco para mejorar así su capacidad de acceder y utilizar los sistemas de pago y liquidación o realizar pagos por otros medios, estos depósitos son los considerados operativos. Tanto los depósitos operativos como los no operativos corresponden al sector de empresas.

-0,3 % y -1,5 % respectivamente y sólo en el último año presenta un crecimiento positivo moderado de 1,1 %. El escenario adverso, por tanto, presenta un decrecimiento acumulado de -0,7 % frente al escenario base que alcanza en los tres años un crecimiento acumulado de 6,7 %.

El precio de la vivienda bajo el escenario adverso cae, en términos agregados, un 14,4%

El escenario del ejercicio de la ABE incluye un cuadro amplio de variables adicionales al crecimiento del PIB (tasa de desempleo, tipos de interés, etc.) que también son incorporadas al ejercicio FLESB y determinan la severidad del escenario, que no se resume con una única variable. Los gráficos 2.30.B a 2.30.D muestran la evolución de otras variables clave bajo los dos escenarios comentados. Destaca especialmente la severidad de la trayectoria del precio de la vivienda bajo los supuestos más adversos. Para el escenario base, se establece un crecimiento acumulado del precio de la vivienda de 15,5 %, mientras que en el escenario adverso se plantea un primer año de leve crecimiento y fuertes descensos en los dos años sucesivos, con un decrecimiento acumulado de -14,4 %.

El impacto de estos escenarios en el balance y negocio de las entidades bancarias se proyecta mediante la aplicación de diferentes modelos auxiliares (por ejemplo, con el cálculo de las pérdidas esperadas por riesgo de crédito sobre el horizonte temporal 2018-2020). La solvencia en la fecha final del ejercicio viene determinada por la capacidad de la entidad para absorber las pérdidas generadas mediante elementos como las provisiones ya constituidas, los beneficios antes de provisiones generados en el horizonte de análisis y el exceso de capital existente sobre el mínimo regulatorio.

El escenario adverso para el ejercicio de liquidez asume salidas de fondos significativas tanto para el sector minorista como el mayorista

Respecto al análisis de la posición de liquidez de cada entidad en el marco FLESB, éste está basado en el Coeficiente de Cobertura de Liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR por sus siglas en inglés). Para llevar a cabo este análisis, el escenario base considera los coeficientes regulatorios de salidas de fondos a 30 días fijados por el Comité de Basilea y la ABE. El escenario adverso es calibrado por el Banco de España en base a las salidas de fondos observadas en crisis de liquidez en la experiencia histórica previa. En el gráfico 2.31 se muestran los principales coeficientes que determinan los escenarios definidos.

## Resultados con la metodología FLESB: Solvencia

Se presenta el análisis por grupos de entidades que se definen en base a su tamaño y actividad internacional

Las 57 entidades incluidas en el ejercicio se dividen en tres grupos en función del tamaño de las entidades y su nivel de presencia internacional. La heterogeneidad que presenta el sistema bancario español hace necesaria esta clasificación para poder recoger las diferencias en las fuentes de riesgo a las que están expuestas las distintas entidades. Esta clasificación coincide con la empleada el año pasado en el ejercicio prospectivo de la capacidad de resistencia del sistema bancario español<sup>9</sup>.

El primer grupo lo forman las entidades españolas integradas en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) con actividad internacional significativa<sup>10</sup>, el segundo grupo cubre el resto de entidades españolas significativas integradas en el MUS, y finalmente, el tercer grupo reúne al resto de entidades (menos significativas), de menor complejidad y tamaño, que están bajo supervisión directa del Banco de España. Para cada grupo se presenta la ratio de capital CET1 *Fully Loaded* (FL)<sup>11</sup> del año de partida, diciembre de 2017, y se muestra el impacto del escenario base y del escenario adverso durante los tres años de ejercicio, mostrando la ratio al final del horizonte, diciembre 2020. Se desglosa el efecto de las pérdidas brutas de crédito y del uso de las provisiones existentes, ambas magnitudes correspondientes a negocios en España y presentadas como porcentaje de los Activos Ponderados por Riesgo (APRs) en 2017. Igualmente, se separa el efecto acumulado de los resultados estimados<sup>12</sup> (sobre APRs de 2017) y el resto de impactos sobre CET1 (efectos fiscales, evolución de APRs, distribución de resultados, etc.).

Las entidades con actividad internacional significativa presentan un impacto máximo de -1 pp de ratio de CET1 FL en el escenario adverso

En primer lugar se considera el grupo de entidades con actividad internacional significativa. Para todas estas entidades, se analizan los negocios en España mediante, entre otros elementos, el cálculo de pérdidas esperadas sobre exposiciones individuales, con los datos altamente granulares disponibles. De manera adicional, para este primer grupo de entidades, se consideran también los negocios en el extranjero, para los que los datos disponibles son menos granulares. El análisis se centra así en las proyecciones de cuenta de resultados y, en particular, de los resultados netos atribuidos en cada una de las principales filiales extranjeras. Estas proyecciones están condicionadas a los escenarios macroeconómicos internacionales del ejercicio europeo de la ABE.

El gráfico 2.32 muestra los resultados para este grupo de entidades con actividad internacional significativa. En el escenario base, se muestra una mejora significativa en la solvencia de este tipo de entidades, que experimentan un incremento de 3 puntos porcentuales, pp, en su ratio de CET1, pasando de una ratio de 11,1 % a un 14,1 % al final del horizonte del ejercicio. El volumen de pérdidas brutas en España (5,7 % sobre APRs), se ve prácticamente compensado por una notable generación de resultados (5,6 % sobre APRs).

9 Véase Informe de Estabilidad Financiera, Banco de España, noviembre 2017, página 69. [https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/17/IEF\\_Noviembre2017.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/17/IEF_Noviembre2017.pdf)

10 Respecto al ejercicio FLESB anterior, se mantiene la composición de este grupo con tres entidades. Una entidad de este grupo amplió su perímetro de forma significativa durante 2017 mediante una operación corporativa. Dos bancos dentro del grupo del resto de entidades españolas integradas en el MUS, han ampliado su actividad internacional en 2017, pero no presentan un volumen de actividades comparables a las tres entidades del primer grupo y se mantienen fuera de éste.

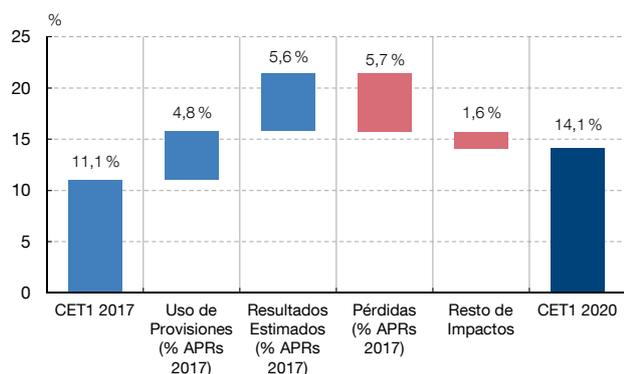
11 El CET1 *Fully Loaded* se calcula como la suma de todos aquellos elementos de capital elegible a una fecha dada menos las deducciones íntegras establecidas por la regulación, sin considerar reducción de deducciones por el calendario de implantación progresiva, *phase-in*.

12 Los resultados estimados incluyen tanto el margen neto antes de provisiones de los negocios en España como la contribución al resultado neto atribuible a la entidad dominante de las filiales del grupo.

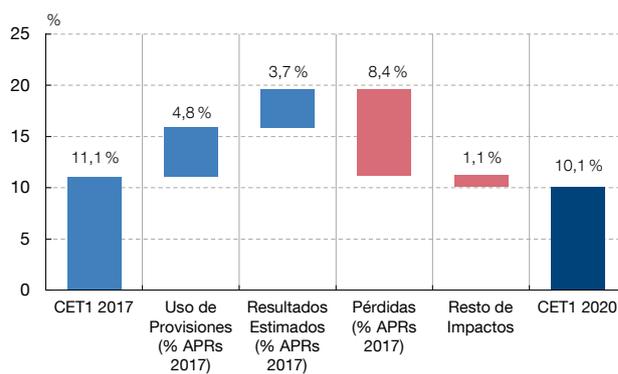
**IMPACTO EN RATIO CET1 FL.  
ENTIDADES CON ACTIVIDAD INTERNACIONAL SIGNIFICATIVA**

GRÁFICO 2.32

A ESCENARIO BASE



B ESCENARIO ADVERSO

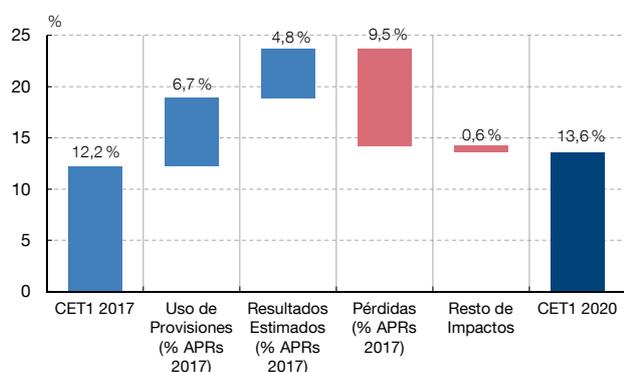


FUENTE: Banco de España.

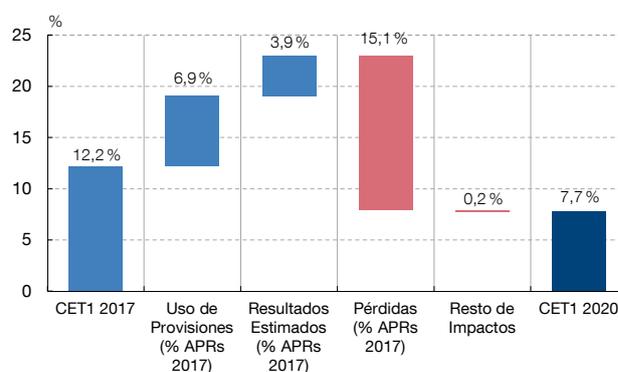
**IMPACTO EN RATIO CET1 FL.  
RESTO DE ENTIDADES MUS**

GRÁFICO 2.33

A ESCENARIO BASE



B ESCENARIO ADVERSO



FUENTE: Banco de España.

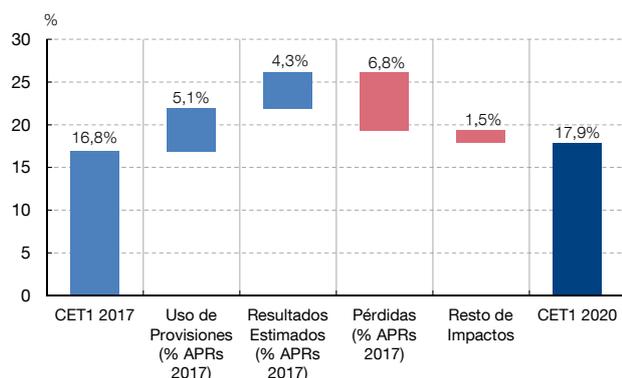
En el escenario adverso, para estas entidades se produce una reducción de la ratio de CET1 de 1 pp, presentando una ratio de 10,1 % en 2020. Las peores condiciones macroeconómicas de este escenario provocan una mayor generación de pérdidas (8,4 %), que no pueden ser absorbidas por el uso de provisiones y resultados atribuidos. La generación de resultados desciende aproximadamente un 35 % en comparación con el escenario base.

El resto de entidades bajo supervisión del MUS aumenta su ratio de CET1 FL en 1,4 pp en el escenario base, mientras que se ve reducida en 4,5 pp en el adverso

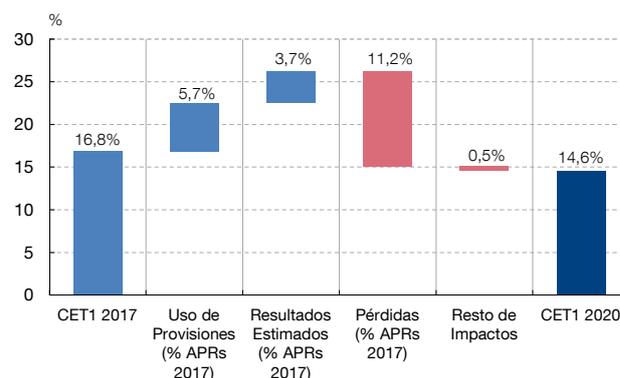
Los resultados del resto de entidades bajo la supervisión directa del MUS (nueve entidades) se presentan en el gráfico 2.33. En el escenario base se observa una mejora más moderada del CET1 respecto a la observada en las entidades con actividad internacional significativa, de 1,4 pp. A pesar de que parten de una posición de solvencia más favorable, con una ratio de CET1 de 12,2 %, su ratio en 2020 es algo menor al de las entidades del primer grupo. Esto es debido a que el volumen de pérdidas es mayor (9,5 % sobre APRs, 3,8 pp por encima del primer grupo) y la generación de beneficios es moderada (4,8 % sobre APRs, 0,8 pp por debajo del primer grupo), y estos factores no pueden ser compensados por un uso de provisiones que es 2,1 pp superior al del grupo de entidades con actividad internacional significativa.

En el escenario adverso se produce un aumento muy considerable del volumen de pérdidas dentro de este grupo (15,1 % sobre APRs). Además, los elementos de absorción de pérdidas

A ESCENARIO BASE



B ESCENARIO ADVERSO



FUENTE: Banco de España.

disponibles no son suficientes para cubrirlos: uso de provisiones (6,9 % sobre APRs) y resultado generado (3,9 % sobre APRs) en un contexto de tipos de interés bajos y presión significativa sobre los márgenes. Una buena parte de la explicación del volumen elevado de pérdidas hay que atribuirlo a la caída notable de precios en el mercado inmobiliario para unas entidades que tienen toda su exposición en España y tienen un volumen elevado de colateral, como bienes adjudicados, o como garantía de préstamos. La ratio de CET1 se sitúa en un 7,7 % al final del horizonte del ejercicio, lo que supone un descenso significativo de 4,5 pp.

El grupo de entidades menos significativas presenta un impacto de -2,2 pp sobre la ratio de CET1 FL en el escenario adverso

Por último, en el gráfico 2.34 se muestra el impacto de los escenarios sobre la solvencia de entidades del último grupo, las entidades menos significativas que están sujetas a supervisión nacional directa. Estas entidades parten de una ratio de CET1 de 16,8 % en diciembre de 2017, la más alta de los tres grupos analizados, y en el escenario base aumentan, parecido a las entidades MUS sin actividad internacional significativa, 1,1 pp. El volumen de pérdidas (6,8 % sobre APRs) se ve compensado por el uso de provisiones (5,1 % sobre APRs) y por la generación de beneficios (4,3 % sobre APRs).

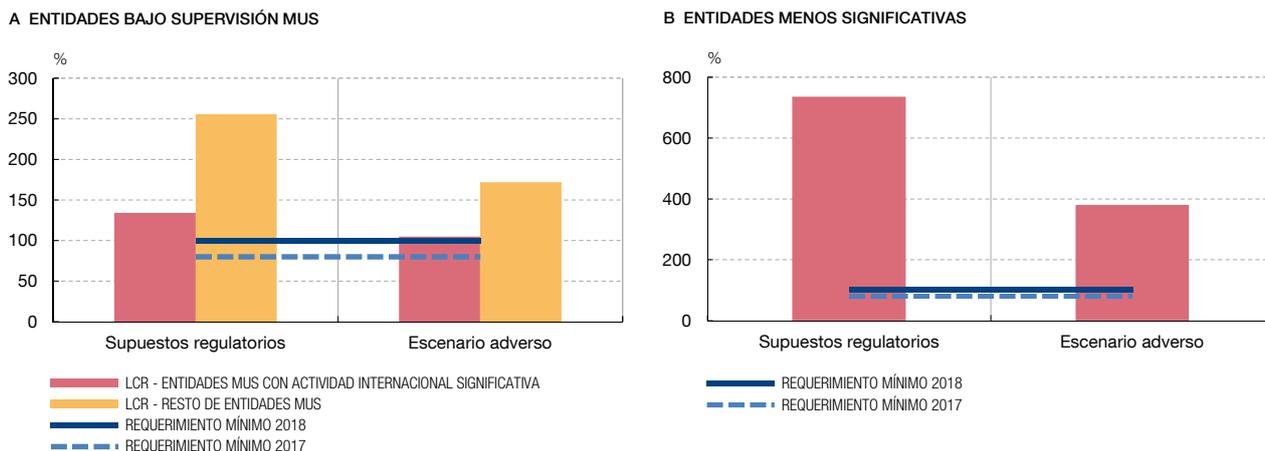
En el escenario adverso, el volumen de pérdidas de las entidades menos significativas se incrementa 4,4 pp respecto al base, alcanzando un 11,2 % sobre APRs. Estas pérdidas superan el volumen total de elementos que pudieran absorberlas (provisiones y resultados), dando lugar a una caída moderada de la ratio CET1 (2,2 pp), que al final del horizonte del ejercicio, diciembre 2020, se sitúa en 14,6 %.

Los resultados anteriores, en función de las ratios de CET1 de llegada, muestran una elevada capacidad de resistencia, en términos agregados, de las entidades de depósito españolas a un escenario adverso. No obstante, la dispersión de los resultados entre entidades, así como la posibilidad de que los riesgos que se pueden materializar, superan a los procedentes del escenario adverso, aconsejan que las entidades refuercen su capital en la medida que lo permita la recuperación de beneficios observada.

#### Resultados con la metodología FLESB: Liquidez

El severo escenario de estrés reduce significativamente la ratio LCR, que se mantiene...

La ratio LCR mide si los activos líquidos de alta calidad y libres de cargas (*High Quality Liquid Assets*, HQLA por sus siglas en inglés) son suficientes para cubrir sus necesidades netas de financiación en caso de materializarse un escenario de problemas de liquidez en



FUENTE: Banco de España.

...sin embargo por encima de los requerimientos mínimos

30 días naturales. En este ejercicio la fecha de referencia es diciembre de 2017 y el horizonte de análisis, en línea con la definición de la ratio LCR, cubre los 30 días posteriores a esa fecha. Sobre este horizonte de estudio aplicamos los coeficientes de salida para los escenarios base y adverso descritos anteriormente (véase gráfico 2.31).

El gráfico 2.35 presenta los resultados obtenidos de este análisis y muestra que la situación en términos de liquidez de las entidades españolas es robusta, ya que en todos los grupos de entidades se superan los requerimientos de LCR mínimos establecidos para 2018 (100 %) en ambos escenarios. Destaca especialmente la posición de liquidez de las entidades menos significativas, que incluso en el escenario adverso presentan una ratio de aproximadamente un 380 %.

**2.5 Resultados del ejercicio de estrés a nivel europeo publicados por la Autoridad Bancaria Europea**

El pasado día 2 de noviembre se publicaron los resultados de la prueba de resistencia bienal bajo el marco de la metodología de la ABE. En concreto, el ejercicio de estrés incluye a 48 bancos procedentes de la Unión Europea (UE) y del Espacio Económico Europeo (EEE) representando alrededor del 70% del total de activos bancarios de la UE.

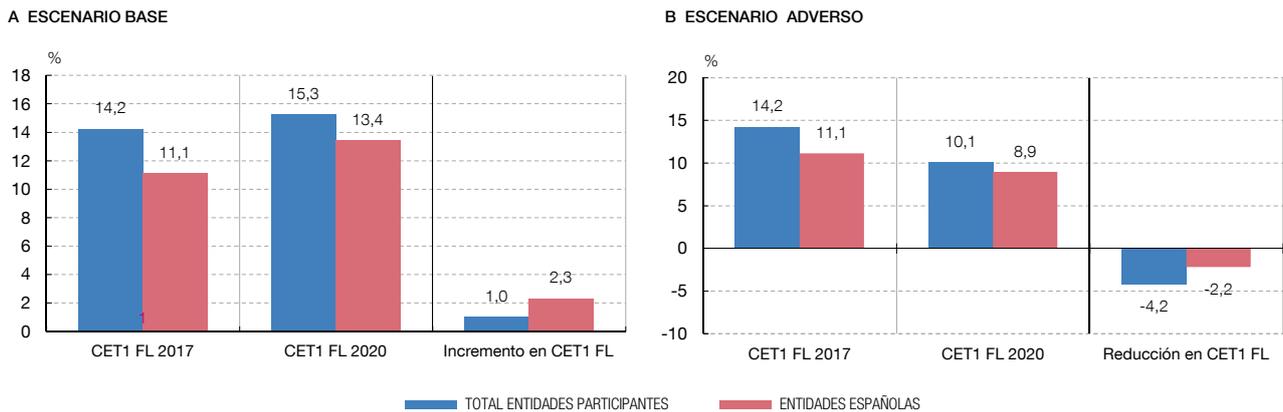
Bajo el escenario base se obtiene que, para el total de las entidades participantes, la ratio de capital CET1 aumentaría, pasando del 14,2 % (*fully loaded* a finales de 2017), al 15,3 % en 2020 (incremento de 1,1 pp). Por su parte, las entidades españolas que participan en el ejercicio<sup>13</sup> registrarían, bajo este escenario, un incremento de magnitud superior en su ratio de capital (2,3 pp), pasando de una ratio del 11,1 % (*fully loaded* en diciembre de 2017) a una ratio del 13,4 % en 2020, a la finalización del ejercicio (véase gráfico 2.36.A).

Bajo el escenario adverso, el conjunto de entidades europeas experimentaría una reducción de 4,2 pp en su ratio de capital al final del ejercicio, que se situaría en el 10,1 % de los activos ponderados por riesgo. En el caso de las entidades españolas la reducción es menor, de 2,2 pp, hasta alcanzar un valor del 8,9 % (véase gráfico 2.36.B). De esta forma, las entidades españolas, a pesar de partir de una ratio de capital más baja que la de sus pares europeas (11,1 % frente al 14,2 %), presentan una capacidad de resistencia mayor frente al escenario adverso, que recoge los riesgos que, en el momento actual, se consideran más relevantes para la estabilidad financiera global.

13 Banco Santander SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, CaixaBank SA y Banco Sabadell SA.

**RESULTADOS DEL EJERCICIO DE ESTRÉS DE LA ABE.**  
**Total entidades participantes vs. Entidades españolas**

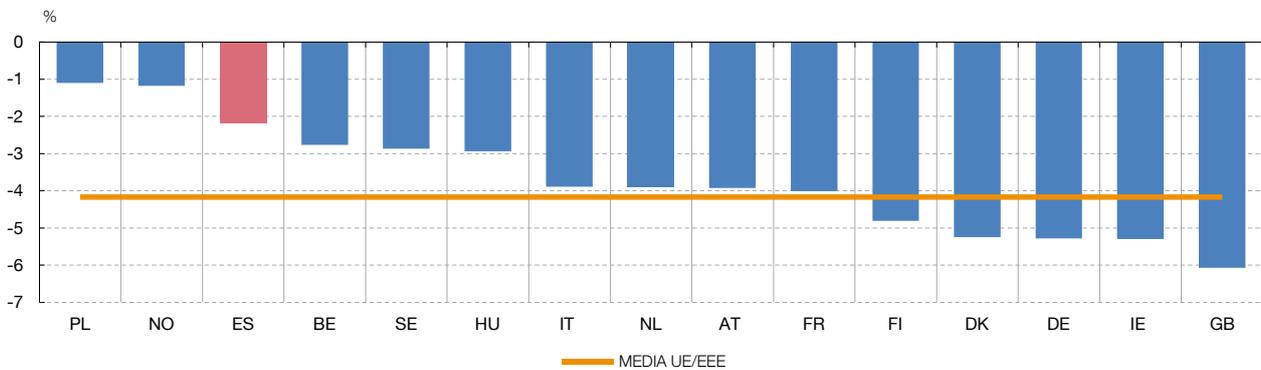
GRÁFICO 2.36



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

**COMPARATIVA POR PAÍSES DEL RESULTADO DEL EJERCICIO DE ESTRÉS DE LA ABE.**  
**Reducción en la ratio de capital CET1 FL al final del horizonte del ejercicio (escenario adverso)**

GRÁFICO 2.37



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

Al realizar el análisis a nivel país, se puede observar (gráfico 2.37) que los bancos españoles (junto a los de Noruega y Polonia) se encuentran en el grupo para el que el impacto en la ratio de capital es más bajo. En la posición contraria se encuentran los bancos del Reino Unido, que presentan un impacto de más de 6 pp de reducción en su ratio de capital CET1 al final del ejercicio.

Cabe mencionar, en cualquier caso, que la metodología empleada por la ABE, el alcance del ejercicio y los riesgos analizados son distintos a los empleados por el FLESB. Por ello, los resultados obtenidos son diferentes. De todas formas, ambos ejercicios ponen de manifiesto la considerable capacidad de resistencia de las entidades españolas ante un entorno económico adverso.



### 3 ANÁLISIS Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

#### 3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas

El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas se mantiene estable desde el último IEF

El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas, que se publica regularmente en este capítulo, sintetiza información procedente de más de un centenar de indicadores de riesgo potencial para el sistema financiero y condiciones efectivas de la economía real y el sector bancario en España<sup>1</sup>. Estos indicadores han sido seleccionados como predictores de crisis bancarias para identificar vulnerabilidades de medio/largo plazo de forma adelantada, lo que resulta especialmente útil para configurar el tono de la política macroprudencial que guía la activación de instrumentos macroprudenciales, en particular, las que más estrechamente afectan al ciclo crediticio<sup>2</sup>.

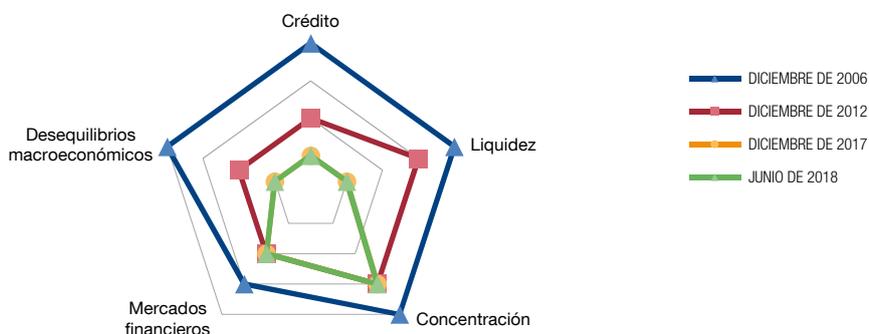
La actualización a junio de 2018 de este mapa muestra que los indicadores de crédito, liquidez, concentración, mercados financieros y desequilibrios macroeconómicos se mantienen estables desde el último IEF (gráfico 3.1)<sup>3</sup>. Concretamente, los indicadores relacionados con crédito, liquidez y desequilibrios macroeconómicos se encuentran en una situación normal o de ausencia de alerta.

Se mantienen en una situación normal o de ausencia de alerta los indicadores de liquidez, crédito y...

En el caso del crédito, esto es debido principalmente a que continúan observándose tasas de crecimiento negativas, aunque moderadas, tanto de crédito a hogares como a sociedades no financieras. Los indicadores de liquidez se mantienen también en una posición favorable, tanto los relativos al balance de los bancos como los relacionados con liquidez de mercado.

NIVELES DEL MAPA DE INDICADORES (a)

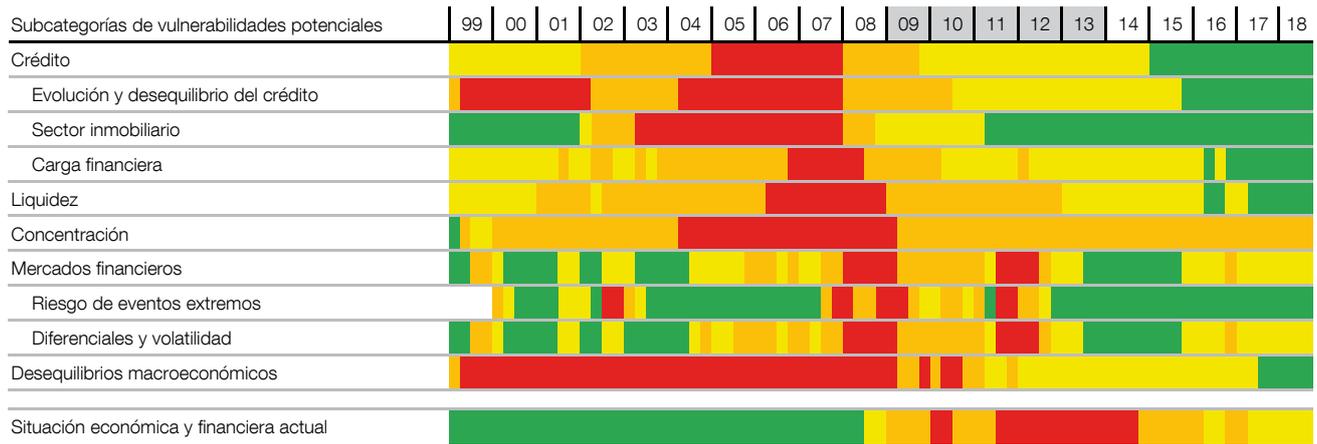
GRÁFICO 3.1



FUENTE: Banco de España.

a La línea concéntrica más cercana al centro del gráfico corresponde a la situación normal, mientras que el grado de riesgo es creciente cuanto mayor es la distancia al centro.

- 1 Las definiciones de las principales categorías se corresponden con las establecidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico en su Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial.
- 2 Véase Mencía, J. y Saurina, J. (2016) «Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores». Documento Ocasional 1601 Banco de España.
- 3 El mapa de indicadores recoge un conjunto de indicadores clasificados en cinco categorías. La categoría de crédito agrupa indicadores sobre evolución y grado de desequilibrio del crédito total y bancario a hogares, sociedades no financieras y el total del sector privado no financiero; niveles y carga de endeudamiento de estos sectores; tipos de interés de crédito nuevo y de saldos pendientes, y evolución y desequilibrios de los precios de la vivienda. La categoría de liquidez incluye indicadores sobre liquidez bancaria y de mercado. La categoría de concentración incluye indicadores sobre concentración del crédito total y bancario en diferentes sectores y por tipo de acreditado. La categoría de mercados financieros agrupa indicadores sobre correlaciones e interconexión entre entidades bancarias y de estrés sistémico en diferentes mercados. La categoría de desequilibrios macroeconómicos incluye indicadores sobre endeudamiento externo, del sector público y balance por cuenta corriente.



FUENTE: Banco de España.

a La escala de colores identifica cuatro niveles de riesgo: i) situación normal (color verde), ii) riesgo bajo (color amarillo), iii) riesgo medio (color naranja) y, iv) riesgo alto (color rojo). La franja sombreada señala el período de la última crisis.

...desequilibrios macroeconómicos

En cuanto a los desequilibrios macroeconómicos, esta categoría se mantiene aún en niveles de ausencia de alerta, a pesar del ligero deterioro de la balanza por cuenta corriente en junio de 2018 (véase el gráfico 3.4 B). Otros factores que han contribuido a mantener estable esta categoría son las ligeras mejorías de los indicadores de déficit público y de endeudamiento externo neto, a pesar de que ambos continúan en niveles absolutos elevados.

El indicador de mercados financieros se mantiene en un nivel bajo de alerta, aún cuando se han producido ciertos repuntes de inestabilidad...

Por otra parte, los indicadores relacionados con los mercados financieros se mantienen en nivel bajo de alerta. Esta categoría no mostró alertas hasta comienzos de 2016 (gráfico 3.2)<sup>4</sup>. Desde entonces, se mantiene en el nivel de alerta baja, como consecuencia de una serie de episodios cortos de repunte de volatilidad que se vienen produciendo de forma recurrente desde entonces. Entre estos episodios, cabe destacar el que se produjo a mediados de 2016 debido al resultado del referéndum sobre el Brexit. Más recientemente, los últimos episodios de este tipo señalados en el capítulo 1 han sido los repuntes de inestabilidad registrados dentro del área del euro (Italia) y en las economías emergentes (Turquía y Argentina). Debido al impacto limitado hasta el momento de estos últimos dos eventos sobre el mercado financiero español, no se han producido variaciones en el nivel de alerta de este indicador.

...mientras que el indicador de concentración se mantuvo estable en un nivel medio

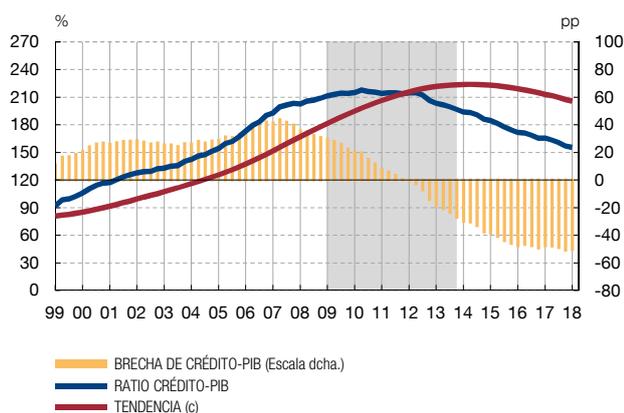
Finalmente, los indicadores de concentración se mantienen también estables en nivel medio. En este caso, la exposición a los sectores relacionados con la última crisis continua reduciéndose, aunque el peso del crédito a operaciones de mayor tamaño se mantiene estable.

La situación económica y financiera se mantiene estable

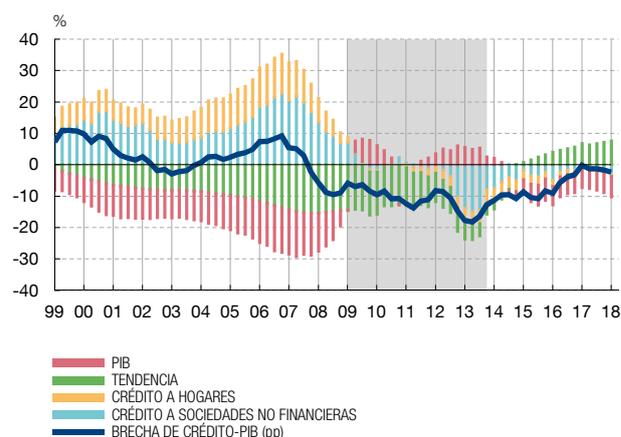
Finalmente, la última fila del gráfico 3.2 presenta la evolución de los indicadores sobre la situación de la economía y el sistema financiero. A diferencia del resto de indicadores considerados en el mapa de vulnerabilidades, estos no buscan capturar desequilibrios que podrían derivar en problemas futuros (indicadores que anticipan crisis bancarias), sino la situación del ciclo económico en cada momento del tiempo. Actualmente estos indicadores reflejan una situación económica y financiera que ha mejorado significativamente desde 2014, y estable en el último año.

4 Este gráfico muestra la evolución temporal de las vulnerabilidades del gráfico 3.1 a través de un mapa de colores que permite observar tanto la evolución histórica de los indicadores como la intensidad de las alertas. La intensidad es creciente a medida que el tono se aproxima al rojo, mientras que el color verde representa una situación normal. En la parte superior del gráfico se presentan las mismas categorías consideradas en el gráfico 3.1, con un desglose adicional por subcategorías que permite observar la evolución de las vulnerabilidades con mayor granularidad.

A RATIO DE CRÉDITO-PIB Y SU TENDENCIA DE LARGO PLAZO



B VARIACIÓN DE LA BRECHA DE CRÉDITO-PIB POR COMPONENTES (VARIACIÓN INTERANUAL) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El área sombreada muestra el último periodo de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013).  
 b La brecha de crédito-PIB es la diferencia entre la ratio de crédito-PIB y la tendencia.  
 c La tendencia en estos gráficos se calcula con un filtro Hodrick-Prescott de una cola (parámetro de suavización igual a 400.000).  
 d Los valores de deuda emitidos por el sector de las sociedades no financieras se omiten en el gráfico (su tamaño es residual), aunque sí están incluidos en el cálculo de la brecha de crédito-PIB.

El análisis de las vulnerabilidades no sugiere la toma de medidas macroprudenciales

En definitiva, el mapa de indicadores muestra que la economía española se encuentra actualmente en una fase baja del ciclo financiero que ha venido acompañada de una recuperación económica gradual en los últimos períodos. Será necesario seguir con atención su evolución durante los próximos trimestres, para evaluar en qué medida el repunte de los riesgos de más corto plazo identificados en el capítulo 1 comienza a afectar a las vulnerabilidades cíclicas recogidas por medio de esta herramienta. Por el momento, el análisis de vulnerabilidades presentado a través del mapa de colores no sugiere la activación de instrumentos macroprudenciales de tipo cíclico. Esta conclusión coincide con el análisis que publica trimestralmente el Banco de España acerca de los indicadores que guían las decisiones sobre el Colchón de Capital Anticíclico (CCA), y en los que se ha decidido mantener en el 0% la tasa de CCA aplicable a exposiciones crediticias domésticas desde su implantación el 1 de enero de 2016<sup>5</sup>. En el caso particular de la fijación del CCA, el Banco de España analiza la información procedente de indicadores cuantitativos en conjunto con un análisis de información cualitativa y el juicio experto de la institución dentro de un esquema de «discrecionalidad guiada».

El nivel de la brecha crédito-PIB continúa en valores muy inferiores al nivel que sugiere la activación del tasa del CCA

Dentro del conjunto de indicadores cuantitativos que guían las decisiones sobre el CCA, la referencia principal es la brecha de crédito-PIB, la cual se define como el exceso de crédito en términos de producto interior bruto respecto a su tendencia de largo plazo, determinada por procedimientos estadísticos. Este indicador ha sido propuesto por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y se encuentra incorporado en la legislación europea y española vigente para guiar la fijación del CCA<sup>6</sup>. El valor de la brecha es de -50,1 pp con datos a marzo de 2018. Este es un valor muy inferior al nivel que sugiere la activación del instrumento<sup>7</sup>. La evolución de la brecha se muestra en el gráfico 3.3.A conjuntamente

<sup>5</sup> «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0%», Nota de prensa del Banco de España de 28 de septiembre de 2018.

<sup>6</sup> Directiva 2013/36/UE (CRD IV), Ley 10/2014, Real Decreto 84/2015, Circular del Banco de España 2/2016 y Recomendación JERS/2014/1.

<sup>7</sup> El Banco de España, de acuerdo con la orientación del BCBS que considera el nivel del 2 pp como el de referencia para una posible activación del CCA.

con sus componentes, la ratio de crédito-PIB y su tendencia de largo plazo. En los últimos trimestres se observa que la ratio crédito-PIB ha continuado su tendencia decreciente iniciada desde la crisis pasada. Esta reducción es similar a la disminución que se está produciendo en la tendencia de largo plazo, lo que explica que los valores de la brecha se hayan estabilizado alrededor de -50 pp durante los últimos seis trimestres.

La variación de la brecha en términos interanuales así como su descomposición en sus diferentes componentes (PIB, crédito a hogares, crédito a sociedades no financieras y tendencia de largo plazo) se presenta en el gráfico 3.3.B. Se observa que, mientras que el componente tendencial continua contribuyendo levemente a cerrar la brecha desde el final de la crisis, todos los componentes de la ratio crédito-PIB siguen contribuyendo a hacerla más negativa. Por una parte, el numerador de la ratio continua disminuyendo, debido a las tasas de crecimiento negativas del crédito, tanto a hogares como a sociedades no financieras. De estas dos actividades, la caída del crédito de las sociedades no financieras está teniendo un peso ligeramente superior en los últimos trimestres. Por otra parte, el denominador de la ratio ha aumentado debido al crecimiento positivo del PIB. Aunque la tendencia de largo plazo también continúa mostrando una tendencia decreciente, el efecto en la disminución de la ratio crédito-PIB ha sido proporcionalmente mayor, lo que mantiene a la brecha prácticamente inalterada.

El marco de activación del CCA considera asimismo un conjunto de indicadores cuantitativos complementarios...

El procedimiento estadístico empleado para el cálculo de la tendencia hace que esta se adapte de forma muy paulatina al entorno actual, en el que el nivel de la ratio de crédito sobre el PIB se ha reducido significativamente tras la crisis<sup>8</sup>. Dada esta fuerte inercia en la tendencia, no cabe esperar que la brecha de crédito-PIB pueda experimentar cambios de signo durante un periodo prolongado de tiempo. No obstante, el marco de activación del CCA considera asimismo un conjunto de indicadores cuantitativos complementarios para guiar la fijación del CCA, con información no recogida por la brecha de crédito-PIB. En particular, se consideran indicadores relacionados con el crecimiento del crédito, la evolución de los precios de la vivienda, el servicio de la deuda y el saldo de la balanza por cuenta corriente (gráfico 3.4)<sup>9</sup>.

...que también apuntan a mantener el CCA en el 0%, aunque la evolución reciente de algunos de ellos indica que podrían producirse alertas para su activación antes de que la brecha de crédito-PIB recoja estos cambios

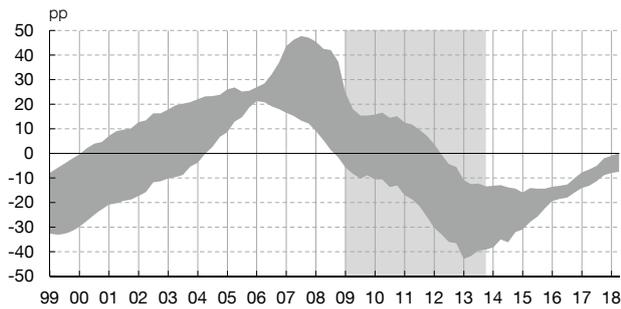
Aunque en la actualidad todos estos indicadores muestran también señales consistentes con la decisión de mantener el CCA en el 0%, la evolución reciente de algunos de ellos indica que se podrían producir alertas susceptibles de activar el CCA antes de que la brecha de crédito-PIB sea capaz de recoger estos cambios. En particular, los indicadores relacionados con desequilibrios en los precios de la vivienda continúan presentando valores negativos (gráfico 3.4.A), pero se observa una clara tendencia a la corrección de los mismos desde el final de la crisis<sup>10</sup>. También se observa que la dispersión de los valores

8 Se trata de un filtro de Hodrick-Prescott con un parámetro de suavización de 400.000. Este parámetro, que es especialmente elevado, está diseñado para estimar una tendencia muy suave que no reaccione a movimientos de corto plazo.

9 Un análisis técnico de la selección de indicadores utilizados, puede consultarse en Castro, C., Estrada, A. y Martínez, J. (2016). *The Countercyclical Capital Buffer in Spain: An Analysis of Key Guiding Indicators*. Documento de Trabajo No. 1601. Banco de España.

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

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



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



C INTENSIDAD DEL CRÉDITO (d)



D SERVICIO DE LA DEUDA DEL SECTOR PRIVADO (e)



FUENTE: Banco de España.

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

de este grupo de indicadores ha disminuido, sugiriendo mayor consistencia en las señales que presentan.

De igual manera, la evolución de la balanza por cuenta corriente muestra que, aunque aún los valores de este indicador continúan en terreno positivo o de superávit (gráfico 3.4 B), estos valores se han reducido de manera importante durante este año. No obstante, el indicador de intensidad de crédito (gráfico 3.4 C), que captura la variación anual del crédito en relación al PIB, sigue mostrando reducciones netas del saldo crédito al sector privado no financiero. Por último, la evolución del servicio de la deuda del sector privado sigue mostrando que continúa la senda de reducción de su endeudamiento.

Estas diferencias en la evolución de los indicadores evidencian la importancia de realizar un seguimiento continuado de cada uno de ellos, para posteriormente evaluarlos en su conjunto, dado que las señales de alerta podrían no producirse de forma simultánea en todos ellos.

Es importante complementar los indicadores individuales con modelos que vinculen los niveles de crédito a variables fundamentales

Adicionalmente al seguimiento de otros indicadores individuales, puede ser importante complementar las señales de la brecha crédito-PIB con herramientas más técnicas, principalmente aquellas basadas en modelos que permitan vincular los niveles de crédito a variables fundamentales. En el Recuadro 3.1 se presentan algunos desarrollos recientes realizados por el Banco de España.

La brecha crédito-PIB puede presentar limitaciones en países que han experimentado crecimientos y caídas muy intensas del crédito. Dichas limitaciones pueden traducirse en eventuales decisiones subóptimas de fijación del CCA si se utiliza de manera mecánica. Como se ha comentado, el filtro de Hodrick-Prescott empleado en el cálculo de la tendencia de la ratio del crédito sobre el PIB presenta una fuerte inercia, que le impide adaptarse rápidamente al cambio de situación en el mercado de crédito. Esto introduce un amplio sesgo negativo en el valor de la brecha crédito-PIB, que le impediría detectar con prontitud señales de alerta consistentes con cambios en el ciclo crediticio en los años inmediatamente posteriores a una crisis como la que ha experimentado el sector bancario español.

Para contrarrestar las limitaciones que presenta la brecha crédito-PIB, junto con el análisis de indicadores complementarios como los ya mencionados, se está dedicando una atención creciente al desarrollo de modelos complementarios para la estimación de niveles de desequilibrio en el ciclo crediticio basados en variables fundamentales, para reducir la dependencia de técnicas puramente estadísticas. En uno de estos trabajos<sup>1</sup>, se exploran dos metodologías alternativas para la estimación de desequilibrios en el ciclo crediticio. El ajuste proporcionado por dichos modelos se compara para las seis mayores economías de la Unión Europea con datos desde 1970<sup>2</sup>. El primer método propuesto es un modelo semi-estructural de componentes no observados (Modelo UCM) y el segundo método es un modelo vectorial de corrección del error (Modelo VEC)<sup>3</sup>. En comparación con la brecha de Basilea, los modelos propuestos tienden a proporcionar señales más precisas de la acumulación de riesgo cíclico, y reaccionan de forma más estable ante cambios abruptos en el crecimiento del crédito o en otras relaciones económicas.

El gráfico A compara los resultados de las estimaciones nuevas de desequilibrio de crédito para España, derivadas de los modelos propuestos, con la brecha de Basilea. Varias conclusiones destacables se desprenden del análisis. En primer lugar, se observa que la brecha de Basilea no habría proporcionado señales de desequilibrio antes de los dos eventos sistémicos ocurridos en España a finales de los años 70 y durante los 90. En cambio, estas dos crisis habrían sido identificadas por los nuevos modelos analíticos, aunque con matices. El modelo UCM habría señalado de manera adecuada la crisis de finales de los 70, pero no el evento sistémico ocurrido en los 90. Por su parte, el modelo VEC sí habría señalado ambos eventos, aunque en el caso de la primera crisis las señales tienden a ser más tardías. Tanto los modelos analíticos como la brecha de Basilea habrían mostrado señales de desequilibrio antes de la última crisis. Sin embargo, la brecha de Basilea habría generado señales de desequilibrio de magnitud muy importante con demasiada antelación (más de 10 años) al estallido de la crisis. Por su parte, las estimaciones obtenidas con los modelos analíticos parecen más estables, emitiendo en ambos casos señales claras de alerta alrededor de 5 años antes de la crisis. Este resultado indicaría que el crecimiento del crédito observado entre 1999 y 2004 pudo estar relacionado con cambios en los fundamentos económicos en España tras la entrada del euro.

- 1 Galán, J.E. and Mencía, J. (2018). *Empirical Assessment of Alternative Structural Methods for Identifying Cyclical Systemic Risk in Europe*. Documento de Trabajo No. 1825, Banco de España.
- 2 La muestra está compuesta por Alemania, España, Francia, Italia, Países Bajos y Reino Unido.
- 3 Las variables consideradas en ambos modelos son crédito total al sector privado no financiero, producto interior bruto, precios de la vivienda y tipos de interés de largo plazo.

**Gráfico A**  
ESTIMACIONES DE DESEQUILIBRIOS DE CRÉDITO EN ESPAÑA. MODELOS ANALÍTICOS Y BRECHA DE BASILEA (a) (b)



FUENTE: Galán y Mencía (2018).

- a El área sombreada muestra tres períodos de estrés financiero desde 1970, que corresponden a dos períodos de crisis sistémica bancaria (I TR 1978 a III TR 1985 y I TR 2009 a IV TR 2013) y a un evento idiosincrático (III TR 1993 a III TR 1994).
- b La brecha crédito-PIB representa la diferencia respecto a la tendencia de largo plazo de la ratio crédito-PIB en puntos porcentuales. Los desequilibrios derivados de los modelos analíticos representan las desviaciones de la ratio crédito-PIB respecto a los equilibrios estimados, considerando variables fundamentales, expresados en términos logarítmicos.

Finalmente, se puede constatar que, mientras que la brecha de Basilea presenta un sesgo negativo muy importante tras la última crisis, las estimaciones de desequilibrios negativos derivadas de los nuevos modelos tienden a estabilizarse poco después de la finalización de la última crisis. De hecho, al contrario que la brecha de Basilea, se observa que los nuevos indicadores muestran brechas que han comenzado a repuntar, si bien continúan en valores

negativos. Estas estimaciones serían más acordes con la fase de recuperación en el ciclo financiero en la que se encuentra España actualmente, y a su vez parecen más consistentes con la información derivada de los indicadores complementarios mostrados en el gráfico 3.4. Por lo tanto, su seguimiento podría mejorar la capacidad de detectar rápidamente nuevos desequilibrios en el ciclo de crédito en los próximos años.



## 4 ANEJOS

BALANCE CONSOLIDADO  
ENTIDADES DE DEPÓSITO

ANEJO 1

Activo	Jun-18	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	Jun-18/Jun-17	Jun-17	Jun-18
		%	%	%
Caja y bancos centrales	225.847	19,7	5,3	6,4
Entidades de crédito	190.779	2,3	5,2	5,4
Crédito a las Administraciones Públicas	106.693	-10,7	3,3	3,0
Crédito al sector privado	2.049.371	-0,2	57,5	57,7
Valores de renta fija	501.757	-5,2	14,8	14,1
Otros instrumentos de capital	42.745	-7,9	1,3	1,2
Participaciones	28.378	-22,0	1,0	0,8
Derivados	139.150	-4,6	4,1	3,9
Activo material	47.451	-4,8	1,4	1,3
Resto del activo	218.482	2,3	6,0	6,2
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.550.654</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Pro memoria				
Financiación al sector privado	2.134.485	-0,6	60,2	60,1
Financiación a las Administraciones Públicas	494.014	-4,5	14,5	13,9
Activos dudosos totales	108.232	-21,6	3,9	3,0
Ratio de morosidad total	3,6	-97 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	Jun-18	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	Jun-18/Jun-17	Jun-17	Jun-18
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	226.121	-2,7	6,5	6,4
Depósitos de entidades de crédito	294.329	-4,5	8,6	8,3
Depósitos de las Administraciones Públicas	103.891	15,7	2,5	2,9
Depósitos del sector privado	1.971.853	0,6	54,9	55,5
Valores negociables y financiación subordinada	386.943	-2,2	11,1	10,9
Derivados	133.953	-4,9	3,9	3,8
Provisiones (incluye pensiones)	32.003	-10,8	1,0	0,9
Resto del pasivo	144.263	1,9	4,0	4,1
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.293.356</b>	<b>-0,4</b>	<b>92,6</b>	<b>92,8</b>
Pro memoria				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	169.459	-2,0	4,8	4,8
Fondos propios	268.581	7,9	7,0	7,6
Intereses minoritarios	22.362	-41,9	1,1	0,6
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-33.645	43,3	-0,7	-0,9
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>257.298</b>	<b>-2,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.550.654</b>	<b>-0,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Banco de España.

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

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

ANEJO 2

	jun-18		jun-17	jun-18
	m€	% Var. jun-18/jun-17	% ATM	% ATM
Productos financieros	53.812	-3,1	3,08	3,04
Costes financieros	18.546	-8,6	1,13	1,05
Margen de intereses	35.267	0,1	1,96	1,99
Rendimiento de los instrumentos de capital	679	-25,7	0,05	0,04
Margen de intermediación	35.946	-0,6	2,01	2,03
Resultados de entidades por el método de la participación	2.006	-2,4	0,11	0,11
Comisiones netas	13.278	2,3	0,72	0,75
Resultado de operaciones financieras	2.788	-23,2	0,20	0,16
Otros resultados de explotación (neto)	-1.072	-	-0,05	-0,06
Margen bruto	52.947	-1,8	2,99	2,99
Gastos de explotación	26.730	0,4	1,48	1,51
Margen de explotación	26.217	-3,9	1,51	1,48
Pérdidas deterioro	7.278	-18,1	0,49	0,41
Otras dotaciones a provisiones (neto)	2.014	-26,4	0,15	0,11
Otros resultados (neto)	-554	-	-0,02	-0,03
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	16.371	7,7	0,84	0,92
Resultado neto	11.696	6,4	0,61	0,66
Pro memoria				
Resultado atribuido a la entidad dominante	10.101	12,5	0,50	0,57

FUENTE: Banco de España.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

