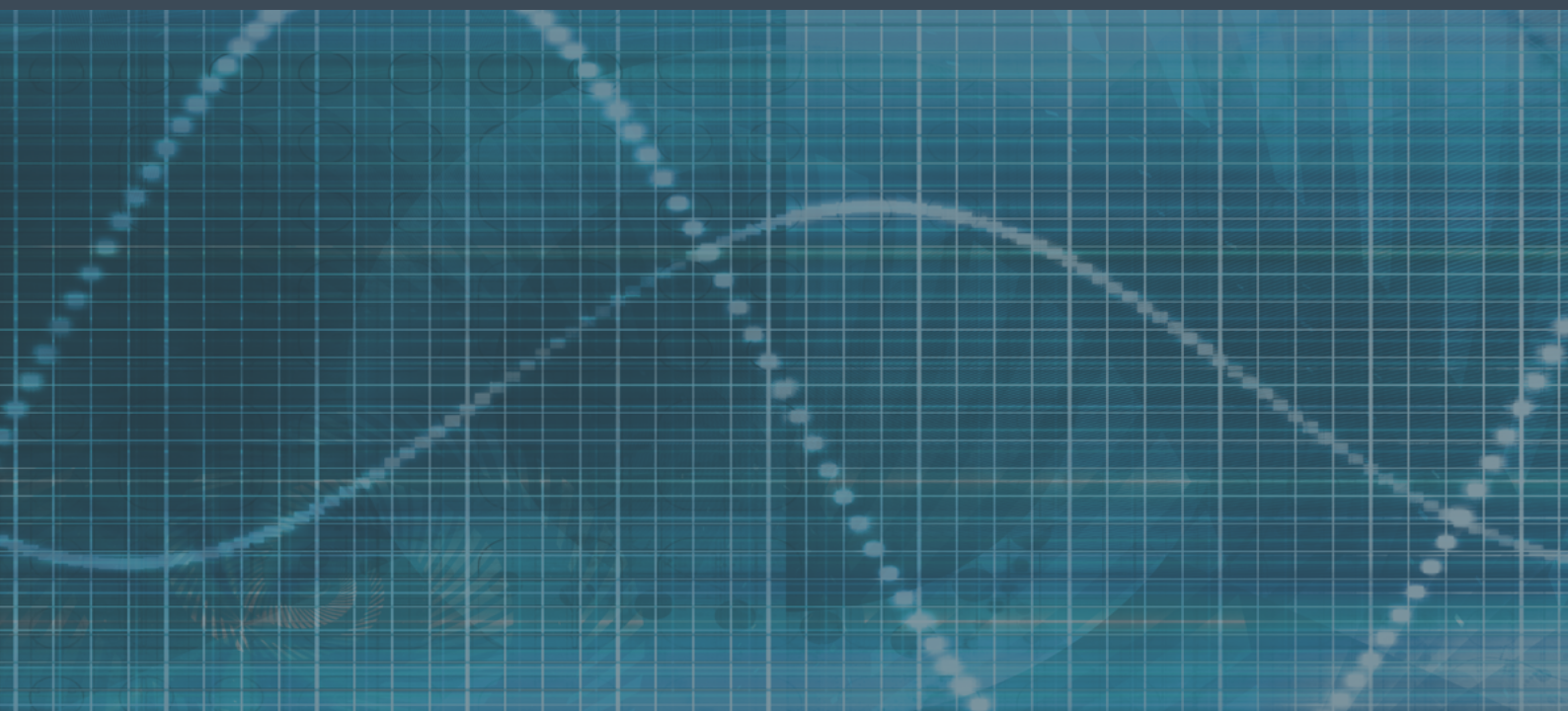


INFORME ANUAL

2019

AMCESFI | Autoridad Macropudencial
Consejo de Estabilidad Financiera



INFORME ANUAL

2019

Índice

Sobre la AMCESFI **7**

Carta de presentación de la vicepresidenta tercera
del Gobierno y ministra de Asuntos Económicos
y Transformación Digital **9**

Capítulo 1. Constitución y actividades de la AMCESFI en 2019 **11**

Capítulo 2. Entorno financiero y de riesgos en 2019 **23**

2.1 Evolución macrofinanciera general **25**

2.2 Sector bancario **29**

2.3 Mercados de valores **40**

2.4 Intermediación financiera no bancaria **43**

2.5 Aseguradoras y fondos de pensiones **49**

2.6 Interconexiones en el sistema financiero **57**

Anejo: Tablero de indicadores estadísticos **61**

Glosario **77**

Sobre la AMCESFI

La Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) es la autoridad macroprudencial del sistema financiero español. Creada en marzo de 2019, la AMCESFI tiene como objetivo coadyuvar a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante la identificación, prevención y mitigación de aquellas circunstancias o acciones que pudieran originar un riesgo sistémico. Para ello, la AMCESFI tiene la facultad de emitir opiniones, alertas o recomendaciones sobre cuestiones que puedan afectar a la estabilidad financiera.

La AMCESFI se configura como un órgano colegiado adscrito al titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, del que forman parte las máximas autoridades españolas con responsabilidades sectoriales de regulación y supervisión prudencial del sistema financiero español: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

El presente *Informe Anual* se publica en cumplimiento de la obligación de rendición de cuentas estipulada en el artículo 19 del Real Decreto 102/2019. Para más información sobre la AMCESFI y sus publicaciones, véase el sitio web www.amcesfi.es.

Carta de presentación de la vicepresidenta tercera del Gobierno y ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital



Nadia Calviño
Santamaría,
presidenta
de la AMCESFI.

Estimado lector:

Uno de los primeros compromisos asumidos por el Gobierno en 2018 fue la creación de una autoridad macroprudencial. Entre las principales lecciones de la pasada crisis financiera se encontraba, como recogieron las conclusiones de la Comisión de Investigación sobre la crisis financiera del Congreso de los Diputados, la necesidad de disponer de órganos e instrumentos con visión panorámica y capacidad de acción rápida para tratar de evitar la acumulación de riesgos sistémicos. En efecto, la existencia de una autoridad macroprudencial, con una visión de conjunto que integre a los reguladores o supervisores sectoriales, es un factor importante para poder identificar, prevenir y mitigar los riesgos de naturaleza macrofinanciera; aquellos que se transmiten a lo largo de todo el sector y pueden poner en riesgo la estabilidad económica.

En 2011, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió una recomendación a los Estados miembros de la Unión Europea (UE) para la designación de autoridades responsables en este ámbito, y el Fondo Monetario Internacional, en el Programa de Evaluación del Sector Financiero de 2017, hizo una recomendación a España en este mismo sentido.

En los primeros meses de Gobierno se avanzó de manera decidida en este proyecto; las primeras reuniones informales tuvieron lugar en octubre de 2018 y, gracias a la excelente colaboración de todas las partes implicadas, en marzo de 2019 se creó, mediante el Real Decreto 102/2019, la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que integra a los diferentes reguladores y supervisores de los distintos sectores (bancos, mercados de capital, seguros...) con el objetivo de garantizar una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico.

La AMCESFI nace con el reto de velar por la estabilidad de un sistema financiero complejo e interconectado como el actual, y de prevenir riesgos sistémicos que potencialmente puedan tener efectos negativos sobre la economía real. Para cumplir con su misión, la AMCESFI lleva a cabo acciones en dos direcciones: por una parte, realiza un seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico y, por otra, emite opiniones, alertas y recomendaciones si lo estima oportuno a la luz de su análisis previo. Además, los organismos supervisores nacionales deben comunicar a la AMCESFI su intención de adoptar las herramientas de carácter macroprudencial que tienen a su disposición. A escala internacional, la AMCESFI se coordina también con las autoridades macroprudenciales de otros países de la UE y con la JERS.

Desde su creación, se han celebrado seis reuniones de su Consejo y doce de su Comité Técnico de Estabilidad Financiera, que han reforzado la cooperación entre autoridades y facilitado la adopción de medidas concretas para proteger la estabilidad financiera por parte de los supervisores, como las relativas al mantenimiento del colchón de capital por el Banco de España o las restricciones a la operativa en corto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

A la vista de los retos que nos esperaban en 2020, el decidido impulso que distintas instituciones acometimos el año precedente para reforzar la vigilancia macroprudencial ha sido un claro acierto. Gracias a la acción decidida de los diferentes organismos, la AMCESFI se ha consolidado como un eje de información y coordinación central de la gobernanza económica, clave para abordar situaciones como la vivida desde la irrupción de la pandemia. Aunque en esta ocasión el origen de la crisis no se sitúa en el ámbito financiero, la emergencia sanitaria y las necesarias respuestas de reducción de la movilidad están teniendo profundas consecuencias en el ámbito macrofinanciero, que han centrado las prioridades de trabajo y los esfuerzos de la AMCESFI en los últimos meses.

Dado que esta publicación se refiere al período 2019, la actividad relacionada con la respuesta al Covid-19 será abordada en profundidad en el próximo *Informe Anual*, pero, en vista de lo vivido en estos meses, ya cabe extraer una conclusión: la nueva autoridad macroprudencial se ha consolidado como la piedra angular para el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero español. Sigamos trabajando para reforzarla de cara al futuro.

Constitución y actividades de la AMCESFI en 2019

Constitución

La Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) es un órgano colegiado adscrito al titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital¹. La AMCESFI reúne regularmente a los máximos representantes de dicho Ministerio y de las tres autoridades con responsabilidades sectoriales de regulación y supervisión prudencial del sistema financiero español: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP). La AMCESFI sustenta su actividad en el apoyo técnico que recibe de sus instituciones miembros, que, con cargo a los presupuestos de estas, facilitan los recursos humanos y materiales necesarios para su funcionamiento.

La AMCESFI se crea en marzo de 2019 con el objetivo de reforzar la vigilancia macroprudencial en España². La instauración de una autoridad macroprudencial para el conjunto del sistema financiero en España era una tarea pendiente desde la última crisis financiera, que puso de manifiesto las limitaciones de las herramientas tradicionales de política económica y de supervisión financiera existentes a disposición de las autoridades a la hora de prevenir y mitigar riesgos sistémicos que puedan afectar a la estabilidad del sistema financiero.

La política macroprudencial tiene como objetivo potenciar la estabilidad financiera mediante la prevención y la mitigación de riesgos y vulnerabilidades de carácter sistémico. Un riesgo sistémico es aquel que puede llegar a generar una perturbación en los mercados de servicios financieros con potencial impacto negativo sobre la economía real. Por su naturaleza, los riesgos sistémicos pueden ser cíclicos (en función de la posición en el ciclo financiero) o estructurales (afectan al conjunto o a un subconjunto del sistema financiero con carácter permanente). Los instrumentos de política macroprudencial disponibles para abordar este tipo de riesgos varían entre sectores del sistema financiero (como se expone más adelante, en el capítulo 2 de este Informe). La política macroprudencial supone un complemento a la tradicional

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

² «El Gobierno aprueba la creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera», nota de prensa del Ministerio de Economía y Empresa, del 1 de marzo de 2019.

supervisión microprudencial —esta última, enfocada a garantizar la robustez y la solvencia de las entidades financieras de manera individual, pero no necesariamente colectiva—.

La responsabilidad macroprudencial del sistema financiero corresponde a las autoridades que conforman la AMCESFI. El Banco de España es la autoridad designada para el sector de entidades de crédito, mientras que la CNMV lo es para las empresas de servicios de inversión y las gestoras de vehículos de inversión colectiva; y, análogamente, la DGSFP tiene cometidos en este ámbito en relación con aquellas entidades sujetas a su supervisión. Estas tres autoridades sectoriales disponen de una serie de instrumentos macroprudenciales contemplados en la legislación vigente para su aplicación con un objetivo de estabilidad financiera. Por su parte, el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital tiene competencias legislativas sobre el sistema financiero, el diseño de la arquitectura institucional y el desarrollo de nuevos instrumentos de política macroprudencial aplicables en España.

La creciente complejidad del sistema financiero y la existencia de interconexiones refuerzan la necesidad de disponer de mecanismos adecuados de cooperación institucional. En los últimos años, el intercambio de información y análisis sobre la estabilidad financiera —entre distintas autoridades— ha cobrado relevancia a escala tanto nacional como europea y global. En este contexto, la AMCESFI persigue abordar de manera coordinada e integral, en el ámbito nacional, la respuesta ante posibles fuentes de riesgo sistémico para la estabilidad del sistema financiero español.

La creación de la AMCESFI se enmarca en la reforma de la arquitectura institucional de la supervisión financiera y macroeconómica a nivel europeo. Tras la crisis financiera global, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos de alto nivel que, una vez analizadas las causas de la crisis, estudiara el marco regulatorio y supervisor existente para realizar recomendaciones concretas de mejora. El 25 de febrero de 2009, como resultado de esta petición, se publicó el conocido como «Informe Larosière»³, que proponía reforzar los mecanismos europeos de supervisión y recomendaba la creación de un órgano europeo encargado de supervisar los riesgos en el conjunto del sistema financiero. Se creó así la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), en diciembre de 2010.

³ *Report by the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, del 25 de febrero de 2009.

Durante su primer año de actividad, la JERS emitió una recomendación⁴ en la que invitaba a los Estados miembros a designar una autoridad responsable de la vigilancia macroprudencial. El objetivo de esta recomendación era reforzar y mejorar la coordinación de la vigilancia macroprudencial, que habitualmente era llevada a cabo por las diversas autoridades sectoriales dentro de un mismo país (como en el caso de España).

En ausencia de la creación de una autoridad específica, en España estas funciones recayeron en el Banco de España.

Así lo estableció la disposición transitoria primera del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Por otro lado, la Ley 10/2014, de 26 de junio, instaba al Gobierno a informar a las Cortes Generales sobre las medidas convenientes para potenciar en España la supervisión de la estabilidad financiera, el análisis macroprudencial, la coordinación y el intercambio de información en la prevención de crisis financieras, y, en general, la cooperación entre las autoridades con competencias en la preservación de la estabilidad financiera.

En 2006 se había creado el Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), que sería el predecesor de la AMCESFI. Este Comité estaba integrado por el entonces Ministerio de Economía y Hacienda, el Banco de España, la CNMV y la DGSFP, a través de un acuerdo de cooperación con el objetivo de fomentar la colaboración en materia de estabilidad financiera y de prevención y gestión de crisis con efectos potencialmente sistémicos.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) había recomendado en 2017 la creación de una autoridad macroprudencial en España.

Como parte de las conclusiones del Programa de Evaluación del Sector Financiero⁵ (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP), el FMI defendía establecer un Consejo de Riesgo Sistémico que coordinase a las distintas autoridades y recomendase políticas para el conjunto del sistema en el sector financiero.

⁴ Recomendación JERS/2011/3, de 22 de diciembre de 2011, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales. «Se recomienda a los Estados miembros que designen en su legislación nacional una autoridad responsable de la aplicación de la política macroprudencial, por lo general, ya sea como una institución separada o como un consejo compuesto por las autoridades cuyas acciones tienen un efecto sustancial sobre la estabilidad financiera.»

⁵ Véase el documento del FMI *Spain. Financial System Stability Assessment*, del 25 de agosto de 2017. «The FSAP's proposed establishment of a "Systemic Risk Council" (SRC) would considerably enhance Spain's capacity for systemic risk oversight and policy coordination. [...] The SRC would be well placed to monitor and act on financial system activities relevant to Spain in an integrated manner.»

En la segunda mitad de 2018 se dieron los primeros pasos para la creación de la nueva autoridad en España. Además de las primeras reuniones preliminares, con el Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, se atribuyeron facultades adicionales en sus respectivos ámbitos al Banco de España, la CNMV y la DGSFP, y también se daba cabida a un mayor protagonismo de la autoridad macroprudencial nacional.

Mediante el Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, se creó la AMCESFI como autoridad responsable de la vigilancia macroprudencial, sucesora del CESFI. El 1 de marzo de 2019 se aprobó el Real Decreto 102/2019, por el que se creaba la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), se establecía su régimen jurídico y se desarrollaban determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales. La AMCESFI queda constituida como un órgano colegiado, conforme a lo previsto en la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, adscrito al (entonces) Ministerio de Economía y Empresa⁶, y adopta el régimen de los órganos colegiados de las distintas Administraciones Públicas, con las particularidades que se establecen en el real decreto de creación.

La instauración de la AMCESFI vino precedida por la asignación de un nuevo conjunto de herramientas macroprudenciales a las autoridades sectoriales. El Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, introdujo en la legislación vigente de ordenación, supervisión y solvencia del sistema financiero la potestad de que el Banco de España pueda fijar, de manera sectorial, colchones de capital anticíclicos (CAA) y límites a la concentración, así como condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones. La CNMV fue habilitada para reforzar el nivel de liquidez de las carteras de sus entidades supervisadas, así como la posibilidad de introducir límites y condiciones a su actividad con la finalidad de evitar un endeudamiento excesivo del sector privado que pueda afectar a la estabilidad financiera. Por su parte, a la DGSFP le fue conferida la facultad de fijar límites de exposición a determinados sectores de actividad económica o categorías de activos cuando la exposición agregada de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, o de una parte de ellas, a un determinado sector de la actividad económica o categoría de activo alcance niveles que puedan suponer un elemento de riesgo sistémico, así como de fijar límites y condiciones a las operaciones de transferencia de riesgos y carteras de seguros. Este conjunto de instrumentos se suma a los

⁶ Actual Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (Vicepresidencia Tercera del Gobierno).

Figura 1.1 Estructura de la AMCESFI



FUENTE: AMCESFI.

ya disponibles a través de la normativa comunitaria transpuesta a la regulación de nuestro país.

La AMCESFI se compone de un Consejo, de un Comité Técnico de Estabilidad Financiera como órgano de apoyo y de los subcomités que el Consejo acuerde constituir. Estos órganos están formados por representantes del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, del Banco de España, de la CNMV y de la DGSFP (véase figura 1.1), previéndose la posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, así como a representantes de instituciones europeas e internacionales.

La misión de la AMCESFI es la identificación, prevención y mitigación de riesgos sistémicos en el sistema financiero, pudiendo emitir para ello opiniones, alertas y recomendaciones sobre cuestiones que puedan afectar a la estabilidad financiera. A través de las recomendaciones, la AMCESFI puede promover

la utilización de las herramientas macroprudenciales que tienen asignadas los supervisores sectoriales, como la aplicación de mayores ponderaciones de riesgo para las exposiciones inmobiliarias y el establecimiento de límites a la exposición agregada de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como la fijación de límites y condiciones a las transferencias de riesgos y carteras de seguros por estas mismas entidades o la suspensión del reembolso de participaciones en instituciones de inversión colectiva. Las recomendaciones de la AMCESFI están sujetas al mecanismo conocido como «cumplir o explicar» por parte de los destinatarios de estas. Para contribuir a reforzar la estabilidad financiera dentro de la UE, la AMCESFI coopera con la JERS y con las autoridades macroprudenciales de otros Estados miembros.

Actividades en 2019

El Consejo de la AMCESFI celebró su primera reunión el 1 de abril de 2019. Esta reunión inaugural⁷ sirvió para abordar la coyuntura económica y financiera nacional e internacional, con atención a la evolución del sector financiero. El Consejo acordó, por unanimidad de todos sus miembros, continuar trabajando en el seno de la AMCESFI en el análisis y seguimiento de los riesgos para la situación macroeconómica, como son la desaceleración en Europa y el deterioro de la situación económica y financiera de los mercados emergentes. Se analizaron, además, los principales indicadores de crédito y se debatió sobre los cambios que introducen en el sistema financiero las últimas normativas aprobadas, que tienen como objetivo mejorar la solvencia y la eficiencia en el sector. Se justificó igualmente el mantenimiento del CCA en el 0 %. Asimismo, en la reunión se repasó la situación de los mercados financieros, con especial atención a las implicaciones de la por entonces incierta retirada del Reino Unido de la UE, acordándose por unanimidad realizar un seguimiento en el ámbito de las respectivas competencias de cada institución.

El Consejo mantuvo su segunda reunión el 17 de septiembre de 2019, para abordar los últimos desarrollos en el entorno macroeconómico y sus implicaciones de política económica, con especial referencia a las incertidumbres derivadas del entorno internacional. También se analizaron diversos riesgos para la estabilidad del sistema financiero, incluyendo los retos derivados del entorno de bajos tipos de interés, de la digitalización y de la necesidad de lograr un marco en igualdad de condiciones teniendo en cuenta la eventual entrada de nuevos actores financieros, como las *FinTech* y las *BigTech*. Igualmente, se realizó un seguimiento de la situación respecto a los fondos de inversión, el sector hipotecario y los servicios de pago, así como de las novedades respecto a la salida del Reino Unido de la UE.

El Consejo de la AMCESFI celebró su tercera sesión, de manera no presencial, el 19 de noviembre de 2019. Esta sesión tuvo como principal cometido abordar cuestiones procedimentales relacionadas con el primer año de funcionamiento de la recién creada Autoridad Macroprudencial.

⁷ «La Autoridad Macroprudencial celebra su primera reunión», nota de prensa del Ministerio de Economía y Empresa, del 1 de abril de 2019.



El Consejo de la AMCESFI en su reunión del 17 de septiembre de 2019.

A través del CTEF, la AMCESFI fue informada de las propuestas de medidas de política macroprudencial consideradas por las autoridades supervisoras sectoriales. En cumplimiento del deber de comunicación estipulado en el artículo 16 del Real Decreto 102/2019, la AMCESFI fue informada con antelación de las decisiones trimestrales del Banco de España relativas a la fijación del porcentaje del CCA aplicable a las exposiciones crediticias ubicadas en España, así como de las decisiones anuales de este organismo sobre identificación y fijación de colchones de capital para entidades de crédito españolas de importancia sistémica (véase el apartado 2.2).

En su primer año de actividad, la AMCESFI trató diversos temas de gobernanza, procedimientos y comunicación derivados del inicio de su actividad. En particular, se trabajó en la preparación de un reglamento interno de normas de funcionamiento, y también en el desarrollo de un sitio web para la AMCESFI (www.amcesfi.es) (véase figura 1.2), que ha sido estrenado con ocasión de la publicación del presente *Informe Anual*. En 2019, la AMCESFI no consideró necesario emitir opiniones, alertas o recomendaciones.

En el corto y medio plazo, la prioridad de trabajo de la AMCESFI está centrada en el seguimiento de la situación macrofinanciera y en la identificación de factores de riesgo sistémico derivados del impacto del Covid-19 en nuestro país. Las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo público introducidas en respuesta al Covid-19 también serán objeto de análisis, en cumplimiento de la Recomendación ESRB/2019/8 de la

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2019

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el Consejo
Ministerio de Economía y Empresa	Ministra	Nadia María Calviño Santamaría	Presidenta
Banco de España	Gobernador	Pablo Hernández de Cos	Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Presidente	Sebastián Albella Amigo	Miembro
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Ana Martínez-Pina García	Miembro
Ministerio de Economía y Empresa	Secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa	Ana de la Cueva Fernández	Miembro
Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	Director General	Sergio Álvarez Camiña	Miembro
Ministerio de Economía y Empresa	Abogado del Estado de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional	José Luis Gómara Hernández	Secretario

FUENTE: AMCESFI.

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2019

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el CTEF
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Presidenta
Ministerio de Economía y Empresa	Secretario General del Tesoro y Financiación Internacional	Carlos San Basilio Pardo	Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Ana Martínez-Pina García	Miembro
Ministerio de Economía y Empresa	Directora General del Tesoro y Política Financiera	Elena Aparici Vázquez de Parga	Miembro
Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	Director General	Sergio Álvarez Camiña	Miembro
Banco de España	Director General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución	Jesús Saurina Salas	Miembro y secretario
Banco de España	Directora General de Supervisión	Mercedes Olano Librán	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales	Víctor Rodríguez Quejido	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director General de Mercados	Rodrigo Buenaventura Canino	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director General de Entidades	José María Marcos Bermejo	Miembro

FUENTE: AMCESFI.

Figura 1.2 Nuevo portal web de la AMCESFI



Junta Europea de Riesgo Sistémico⁸. Otro tema que previsiblemente se abordará en la agenda de trabajo de la AMCESFI es el relativo a la incidencia del cambio climático sobre el sistema financiero⁹.

- 8 Recommendation ESRB/2020/8, of 27 May 2020, on monitoring the financial stability implications of debt moratoria, and public guarantee schemes and other measures of a fiscal nature taken to protect the real economy in response to the COVID-19 pandemic.
- 9 El proyecto de Ley de Cambio Climático y Transición Energética contempla en su artículo 29 que «el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en el ámbito de sus respectivas competencias, elaborarán conjuntamente, cada dos años, un informe sobre la evaluación del riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y de las políticas para combatirlo, que se coordinará en el ámbito de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)».

Entorno financiero y de riesgos en 2019

2.1 Evolución macrofinanciera general

Principales macromagnitudes

La economía mundial experimentó una desaceleración sincronizada en 2019. Esta desaceleración se produjo en un contexto de tensiones comerciales, incertidumbre macroeconómica en varios países emergentes y profundización de cambios estructurales en las economías avanzadas, como el escaso aumento de la productividad y el envejecimiento de la población.

El PIB mundial creció un 2,9% en 2019, una de las menores tasas de variación desde la crisis financiera de 2008. Este ritmo fue inferior al 3,6% de 2018 y al 3,8% de 2017. Sin embargo, a finales de año se observaron algunos indicios de estabilización de la tasa de crecimiento y una reducción de algunos de los principales riesgos, con la desescalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y la mayor certidumbre sobre el desenlace del *brexit*, todo ello en un marco de importantes apoyos a la demanda de las políticas macroeconómicas.

En el área del euro, tras un crecimiento del PIB del 1,9% en 2018, en 2019 la cifra se reduce hasta el 1,2%. En España la evolución es similar, pero con una desaceleración más lenta y un crecimiento que se mantiene en niveles significativamente superiores: 2% en 2019, tras el 2,4% de 2018.

La tasa de desempleo continuó en su senda descendente. El desempleo alcanzó en España el 13,8% a finales de 2019, su nivel más bajo desde finales de 2008. Sin embargo, el crecimiento del empleo se mostró más moderado en la segunda mitad del año. El crecimiento de la productividad siguió siendo prácticamente nulo o negativo durante 2019, al igual que en los últimos años. La inflación se mantuvo en niveles reducidos en 2019 (con el IPC en España situado en el 0,8%, ligeramente inferior a los años anteriores), pero por debajo de la registrada en el área del euro en el mismo período.

La capacidad de financiación de España en 2019 se situó en el 2,3% del PIB. El año 2019 fue, por tanto, el octavo consecutivo con capacidad de financiación. Esta evolución ha permitido moderar algo una de las principales vulnerabilidades de la economía española —la posición de

inversión internacional neta deudora—, que se redujo hasta alcanzar el –74 % del PIB a finales de 2019, frente al –80,2 % del año anterior.

En diciembre de 2019, el déficit público se situó en el 2,8 % del PIB. Este dato supuso un ligero incremento respecto al año anterior. La deuda pública siguió reduciéndose, pasando del 97,6 % en 2018 al 95,5 % a finales de 2019; niveles ambos por encima de la media europea. En junio de 2019, el Consejo de la UE derogó el Procedimiento de Déficit Excesivo, en el que se encontraba España desde 2009.

Mercados de renta variable

Crecimiento de las bolsas en 2019. En contraste con las caídas registradas en 2018 como consecuencia de las incertidumbres comerciales y políticas, en 2019 la resolución de algunos de estos focos de riesgo permitió a las bolsas experimentar un importante crecimiento, con avances de dos dígitos.

A pesar de que 2019 fue el mejor año para el IBEX-35 desde 2013, el selectivo español se quedó rezagado con respecto a los grandes índices europeos, que alcanzaron niveles de crecimiento cercanos al del Dow Jones. El pasado año terminó como el mejor para el IBEX-35 desde 2013, con un alza del 11,8 %, y finalizó en 9.549,2 puntos. Sin embargo, esta subida fue inferior a la experimentada por otras bolsas europeas: el EUROSTOXX-50 se elevó casi un 25 %, y los mejores resultados se observaron en la Borsa Italiana, que creció un 28,3 %. Las restantes bolsas europeas se situaron entre el mínimo español y el máximo italiano. Esta diferencia se explica, básicamente, por la diferente composición de los índices, aunque también pudieron tener influencia algunas incertidumbres internas derivadas del ciclo electoral. El V2X, que mide la volatilidad del EUROSTOXX-50, se quedó, por su parte, en el 13,95 %, frente al 23,9 % de 2018. Los niveles de volatilidad de la bolsa española fueron reducidos, como los del resto de las plazas internacionales; así pues, cerraron el ejercicio en niveles cercanos al 10 % —mínimos históricos— y dejaron la media anual de volatilidad en el 13,7 %.

La contratación de renta variable española se situó en 805.000 millones de euros en el conjunto del pasado año, su valor más bajo desde 2013, continuando el desplazamiento de la negociación hacia centros competidores. Por su parte, las bolsas estadounidenses terminaron 2019 con máximos históricos. El S&P 500 acabó en 3.230 puntos (+29 %), el Dow Jones en 28.538 (+22 %) y el Nasdaq 100 en 8.972 (+35 %), propulsados por los buenos datos económicos y por los resultados empresariales. Tanto el Nasdaq 100 como el S&P 500

presentaron su mayor subida anual desde 2013, mientras que para el Dow Jones supuso la mejor desde 2017. A finales de diciembre, el Nasdaq 100 superó la barrera de los 9.000 puntos por primera vez en su historia. Estos niveles se encontraban algo por encima de su nivel fundamental, de acuerdo con algunos indicadores.

Mercados de renta fija

Las rentabilidades de los bonos soberanos del área del euro se redujeron en 2019. La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo 43 puntos básicos (pb), cerrando diciembre en el -0,19%; el bono a diez años español terminó el año pasado en el 0,45 % (-95 pb), y el bono a diez años italiano, en el 1,43 % (-135 pb). Sin embargo, a lo largo del año pueden distinguirse dos periodos diferenciados. Entre enero y agosto tuvo lugar una importante reducción de las rentabilidades, llegando la totalidad de las curvas alemana, finlandesa y holandesa a situarse por debajo del 0 %, debido a la búsqueda de activos refugio ante las expectativas de desaceleración económica, de nuevas medidas de relajación monetaria, las tensiones comerciales y la incertidumbre acerca del *brexit*. A partir de septiembre, las señales de estabilización favorecieron una subida en las rentabilidades.

Los diferenciales soberanos en el área del euro se estrecharon con fuerza. En el caso de Italia y Grecia, contribuyeron factores locales, como el nuevo Gobierno italiano o la vuelta al mercado de Grecia. El diferencial español se redujo a final de año a 66 pb, desde los 118 pb con que comenzó 2019 (-52 pb).

Al igual que la deuda soberana, la evolución de tipos de interés de deuda corporativa puede descomponerse en dos subperiodos: caída generalizada entre enero y agosto (iBoxx EUR Corp: -120 pb), y una corrección al alza menos pronunciada entre septiembre y diciembre (iBoxx EUR Corp: +33 pb), debida a las mejoras en la percepción del riesgo de los agentes. El precio de la deuda sin grado de inversión experimentó grandes subidas, situándose tanto a finales de agosto como a finales de diciembre cerca de máximos históricos.

El año 2019 registró un récord histórico de emisiones de deuda corporativa denominada en euros y una elevada concesión de préstamos a empresas altamente apalancadas, sobre todo de Estados Unidos y, en algunos casos, europeas. Una parte de esa deuda está titulizándose (como *collateralized loan obligations* —CLO—) y configurándose como un factor de riesgo destacado a escala internacional. Por el contrario, los datos de actividad en España de los mercados primarios de deuda mostraron

una nueva contracción en 2019, que se situó en 90 mm de euros para la renta fija registrada en la CNMV.

Mercados monetario y de intermediación bancaria

El Banco Central Europeo (BCE) reanudó en 2019 su política monetaria expansiva. En su reunión del 12 de septiembre, el BCE anunció que retomaría, a partir de noviembre, las compras netas de activos bajo el *Asset Purchase Program* (APP), a un ritmo mensual de 20 mm de euros, por encima del período octubre-diciembre de 2018, pero muy por debajo del máximo de 80 mm de euros del período abril de 2016-marzo de 2017. En términos acumulados, a finales de 2019 el BCE mantenía en su balance 2,58 billones de euros de títulos procedentes del APP. En lo referido a la política de tipos, el BCE recortó en 10 pb el tipo de interés de la facilidad de depósito, fijando su estructura de tipos en el -0,50 % la facilidad de depósito, el 0 % las operaciones principales de refinanciación y el 0,25 % la facilidad marginal de crédito. Por último, el BCE estableció una exención al tipo negativo aplicable a las reservas, por un montante que alcanza hasta seis veces el nivel de reservas mínimas obligatorias, en lo que se conoce como *two-tier system*. Al cierre de 2019, los pasivos totales del BCE se elevaban a aproximadamente 4.700 mm de euros, 29,5 mm de euros menos que el año anterior.

Mercados de divisas

El euro se depreció en 2019 frente al dólar, el yen y la libra esterlina. A lo largo de 2019, el euro se depreció un 2,25 % frente al dólar. La evolución de la divisa europea estuvo marcada por el giro del BCE hacia una política monetaria más expansiva, el carácter abierto de su economía, que la ha hecho más vulnerable que Estados Unidos a la ralentización económica, y, en último lugar, la mejora de los flujos comerciales. En términos del tipo efectivo nominal, el euro se depreció en total un 1,6 % a lo largo de 2019.

El dólar se mantuvo relativamente fuerte y la libra esterlina se consolidó tras el acuerdo del *brexit*. A pesar de los recortes de los tipos de interés de la Reserva Federal, la divisa americana mantuvo su vigor, respaldada por los buenos datos macroeconómicos de Estados Unidos y su papel como moneda refugio durante los episodios de mayor tensión comercial entre China y Estados Unidos. Por su parte, la moneda británica fue la que más se apreció durante 2019, mejorando su posición tras el anuncio del acuerdo con la UE para el *brexit*.

2.2 Sector bancario

Durante el ejercicio 2019, el sector bancario español experimentó una evolución favorable. Continuando con la tendencia registrada en ejercicios anteriores, la posición de las entidades de depósito españolas a diciembre de 2019 era más robusta que en 2008, en víspera de la última crisis financiera. Por lo que respecta a los riesgos sistémicos, los indicadores de referencia no mostraron señales de alerta por acumulación cíclica de desequilibrios que aconsejaban tomar medidas macroprudenciales, como la fijación de un porcentaje positivo para el CCA.

Evolución del crédito en el negocio en España y el exterior

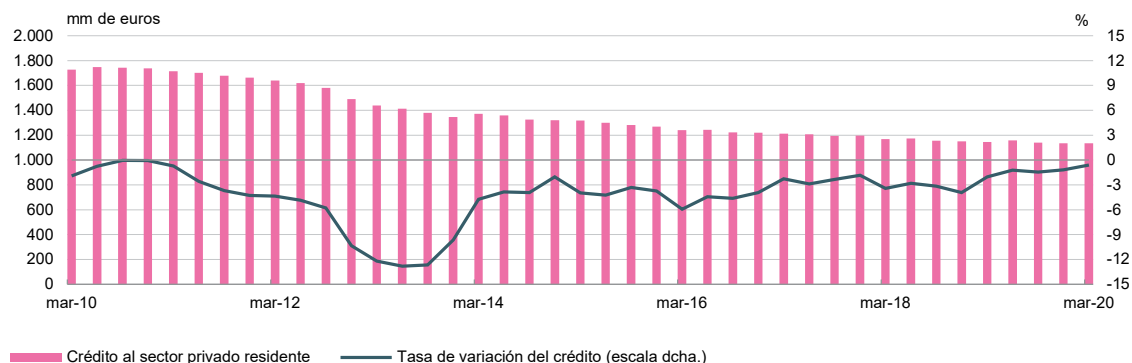
En 2019, el saldo de crédito concedido al sector privado por las entidades de depósito españolas continuó retrocediendo. En diciembre, la tasa de variación interanual se situó en el $-1,3\%$, moderando la caída respecto a los trimestres precedentes (véase gráfico 2.1). En cuanto al crédito nuevo otorgado durante 2019, creció un $1,9\%$ con respecto a 2018, una variación notablemente inferior a la observada en el año anterior, que alcanzó el $15,5\%$ de crecimiento¹.

La ratio de dudosos del crédito al sector privado residente continuó también en 2019 el descenso observado en los últimos años. La tasa descendió 1 punto porcentual (pp) en 2019, cerrando el año en el $4,8\%$. Desde el máximo de la serie observado (14% , en diciembre de 2013), la disminución de la ratio de dudosos en el negocio en España alcanza los $9,2$ pp (véase gráfico 2.1). Desde 2013, las recuperaciones y salidas a fallidos han más que compensado las nuevas entradas en dudoso, posibilitando este descenso en el saldo de dudosos. Los créditos que han sido objeto de refinanciación o reestructuración también descendieron en 2019. En diciembre de este último año, su peso sobre el total de crédito

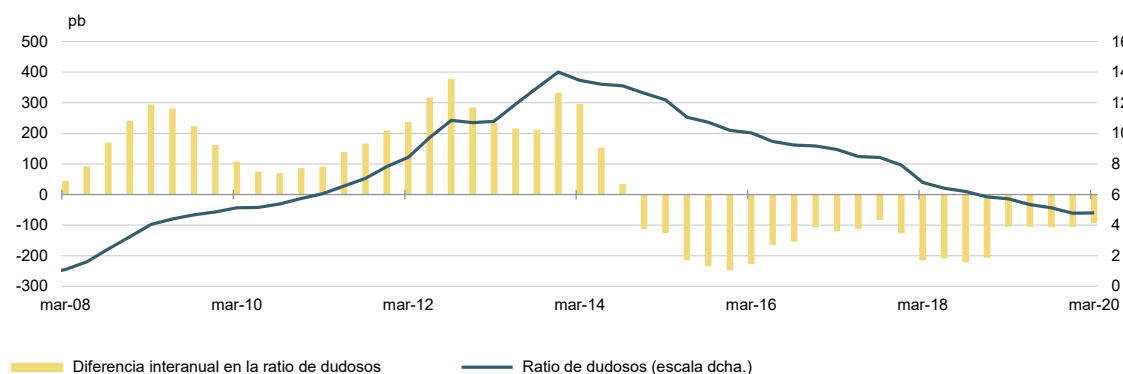
¹ En el primer trimestre de 2020 se mantuvo la tendencia descendente del crédito concedido al sector privado, hasta situar la tasa interanual en el $-0,6\%$, debido a la evolución del crédito a sociedades no financieras (SNF), que más que compensó la mayor caída del crédito en hogares. También se ha observado un incremento importante del crédito nuevo concedido a SNF, especialmente significativo en el mes de marzo.

Gráfico 2.1 Crédito y ratio de dudosos del sector privado residente

1 Volumen de crédito y tasa de variación interanual. Negocios en España, DI



2 Ratio de dudosos del sector privado residente. Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

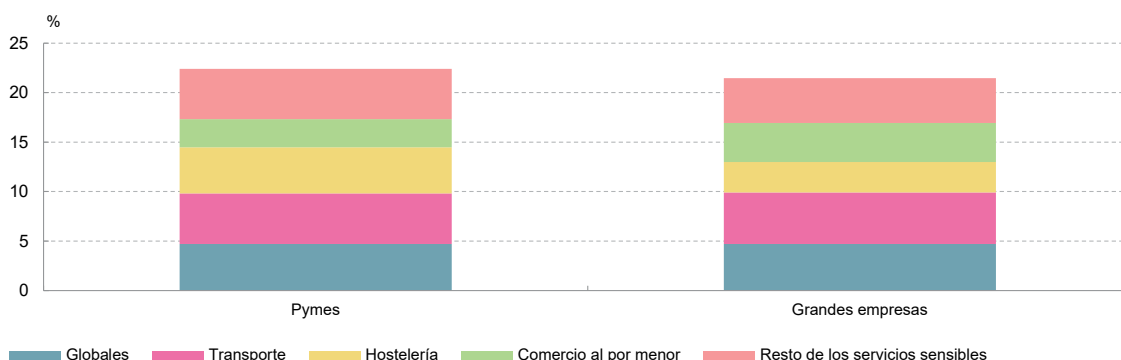
alcanzó el 5 %, con un descenso de 9 pp desde finales de 2014. Por su parte, los activos adjudicados se redujeron en más de 12 mm de euros adicionales en 2019, hasta alcanzar los 30 mm de euros².

La exposición de las entidades de depósito a sectores productivos especialmente sensibles a interrupciones físicas de la actividad económica, como las asociadas a la crisis del Covid-19, se situaba en diciembre de 2019 en torno al 20% del crédito a sociedades no financieras (SNF), tanto en el segmento de grandes empresas

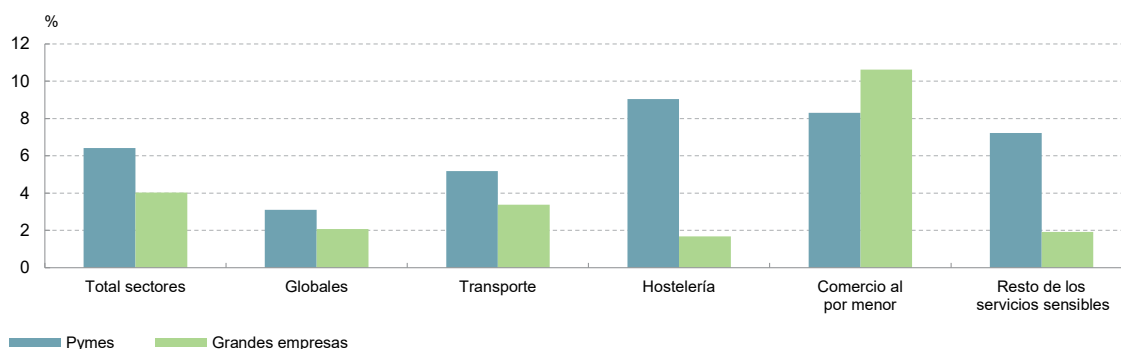
2 Como consecuencia del Covid-19, presumiblemente cambiará la tendencia a la baja de la ratio de dudosos en 2020, al propiciar el deterioro de la actividad económica las entradas en dudoso y dificultar las recuperaciones y ventas de activos problemáticos. Sin embargo, lo incierto del escenario económico y la puesta en marcha de importantes medidas de apoyo a empresas y hogares dificultan establecer la magnitud del aumento.

Gráfico 2.2 Exposición de las entidades de depósito y morosidad en sectores sensibles a interrupciones físicas de la actividad económica (a)
Diciembre de 2019. Datos individuales

1 Exposición a sectores sensibles a interrupciones físicas



2 Ratio de dudosos en sectores sensibles a interrupciones físicas



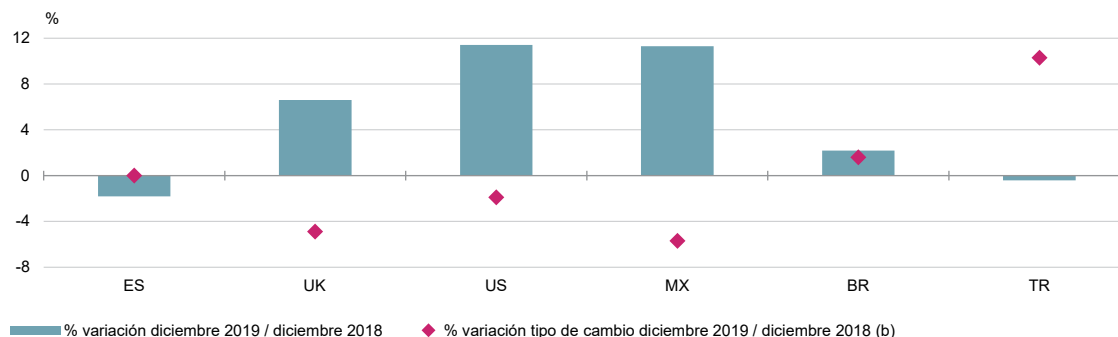
FUENTE: Banco de España.

a El total de los sectores sensibles engloba a: 1) Globales, sectores manufactureros sensibles a las cadenas de valor (cuota de importación superior al 25 % en sus consumos intermedios); 2) Transporte; 3) Hostelería (restauración y servicios de alojamiento); 4) Comercio al por menor, y 5) Resto de los servicios sensibles (actividades educativas, ocio, etc.).

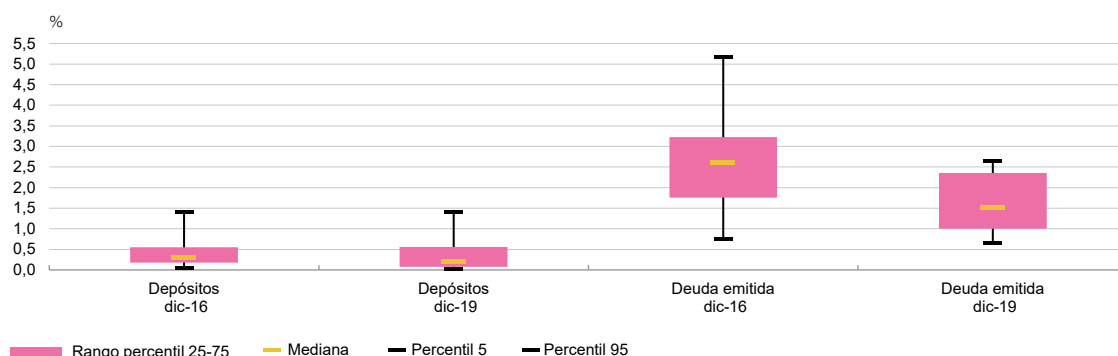
como el de pymes (véase gráfico 2.2). Estos sectores especialmente sensibles a interrupciones físicas incluyen las manufacturas más dependientes de las cadenas globales de valor (con más de un 25 % de peso de las importaciones en sus consumos intermedios) y los segmentos del sector servicios más afectados por las interrupciones de la actividad asociadas al confinamiento (hostelería, transporte, etc.). Como se aprecia en el gráfico 2.2, el peso del crédito al conjunto de los sectores de servicios sensibles en 2019 era claramente superior al del crédito a las manufacturas dependientes de las cadenas globales de valor. La morosidad de estos sectores ha descendido significativamente desde la última crisis financiera, dentro de un proceso general de mejora de la calidad del crédito. Sin embargo, algunos segmentos mostraban en diciembre de 2019 ratios de dudosos más elevados,

Gráfico 2.3 Exposición internacional y coste de financiación de las entidades de depósito

1 Crecimiento del activo financiero en las principales geografías de actividad (a)
Datos consolidados. Diciembre de 2019



2 Tipos de depósitos y valores representativos de deuda emitida (c)
Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

- a El crecimiento del activo financiero se mide sobre el volumen contabilizado en euros para cada geografía (ES: España; UK: Reino Unido; US: Estados Unidos; MX: México; BR: Brasil; TR: Turquía).
b Un valor positivo (negativo) de la tasa de variación indica una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa.
c El gráfico muestra la dispersión en el tipo de interés de los depósitos para las entidades de depósito españolas, y en el tipo de interés de aquellas entidades con valores representativos de deuda emitidos.

como la hostelería y el resto de los servicios sensibles en el segmento del crédito a pymes, y el crédito al comercio minorista, tanto en el segmento de grandes empresas como en el de pymes.

En contraste con lo ocurrido con los activos financieros en los negocios en España, que se redujeron un 1,8% en 2019, los activos financieros en el exterior se incrementaron el pasado año un 9,3% en tasa interanual. Estos pasaron a suponer más del 50 % de los activos financieros consolidados, mostrando crecimientos en las principales geografías de actividad de las entidades de depósito españolas (véase gráfico 2.3). El negocio en el extranjero se concentra en tres áreas geográficas: Europa (Reino Unido, con crecimiento del 6,6% en 2019), Norteamérica (Estados Unidos y México, con

variaciones respectivas del 11,4 % y del 11,3 % en el último año) y Sudamérica (Brasil, con aumento del 2,2, % en 2019). El crecimiento del volumen de activos financieros en 2019 en algunas geografías clave (Estados Unidos, Reino Unido y México) se vio apoyado por la depreciación del euro frente a sus respectivas divisas, pero la expansión no es atribuible por completo a este movimiento en los tipos cambiarios. En geografías clave, donde se observó la apreciación del euro frente a sus divisas, las entidades españolas lograron conservar un modesto crecimiento (Brasil) o mantener un volumen casi constante (en mm de euros) de activos financieros (Turquía).

Condiciones de financiación y liquidez

Debido al entorno de bajos tipos de interés, el coste de los distintos instrumentos de pasivo (tanto depósitos como emisiones de deuda) se situaba en 2019 en niveles muy reducidos para las entidades de depósito españolas (véase gráfico 2.3). A escala europea, el coste de las cédulas hipotecarias y de la deuda sénior disminuyó en 2019, mientras que el de la deuda subordinada computable como capital adicional de nivel 1 (*Tier 1*) se mantuvo estable, y el de la computable como capital de nivel 2 (*Tier 2*) aumentó³.

Los depósitos captados durante 2019 por el sector bancario continuaron aumentando. Los depósitos aumentaron en términos interanuales un 2,6 % (por encima del 0,9 % de 2018), de forma generalizada entre las entidades de depósito, que mostraban un nivel elevado de liquidez. La ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) de las entidades de depósito españolas se situaba en diciembre de 2019 en torno al 167 %, indicando que su reserva de activos líquidos era un 67 % superior a las salidas netas de liquidez consideradas bajo un escenario regulatorio de estrés.

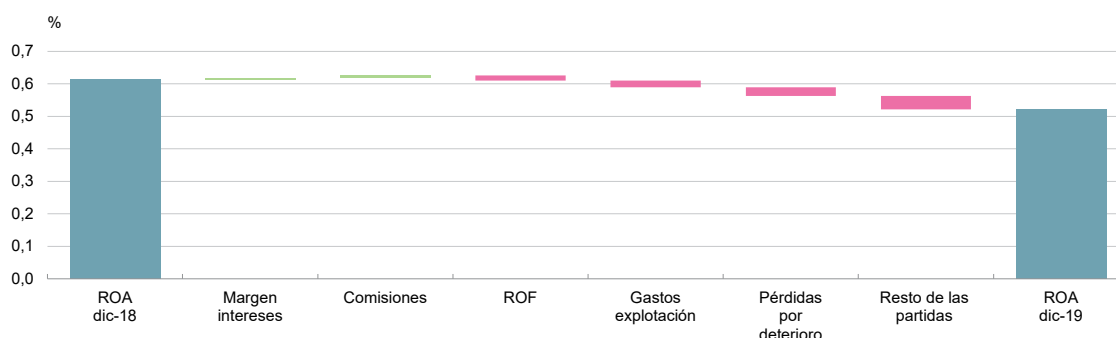
Rentabilidad

En 2019, las entidades españolas obtuvieron un resultado neto consolidado de alrededor de 19 mm de euros, un 13,1% más bajo que el registrado en 2018. Esto se tradujo en descensos de las rentabilidades sobre activos (ROA) hasta el 0,52 % y sobre patrimonio neto (ROE) hasta el 7,1 % (véase gráfico 2.4). Los resultados

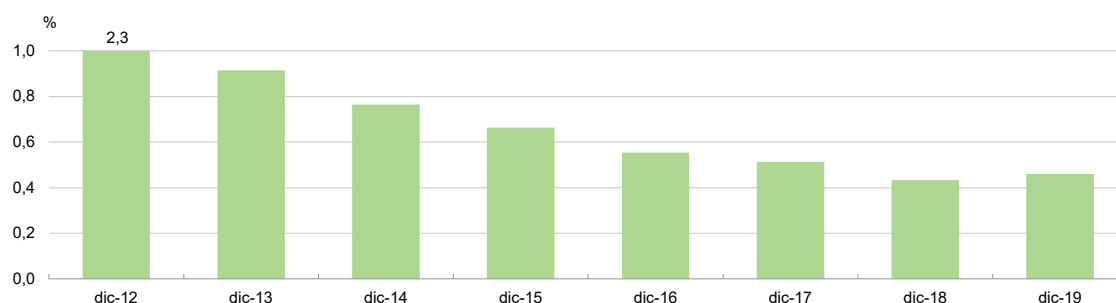
³ La información de mercado del primer trimestre de 2020 ha mostrado un encarecimiento significativo del coste de emisión de la deuda subordinada, en línea con el aumento de la aversión al riesgo como consecuencia de la crisis del Covid-19.

Gráfico 2.4 Evolución de la rentabilidad de las entidades de depósito

1 Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



2 Pérdidas por deterioro de activos financieros (en % sobre ATM)
Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

a En el panel superior, el color verde (rosa) de las barras indica una contribución positiva (negativa) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2019 respecto a diciembre de 2018.

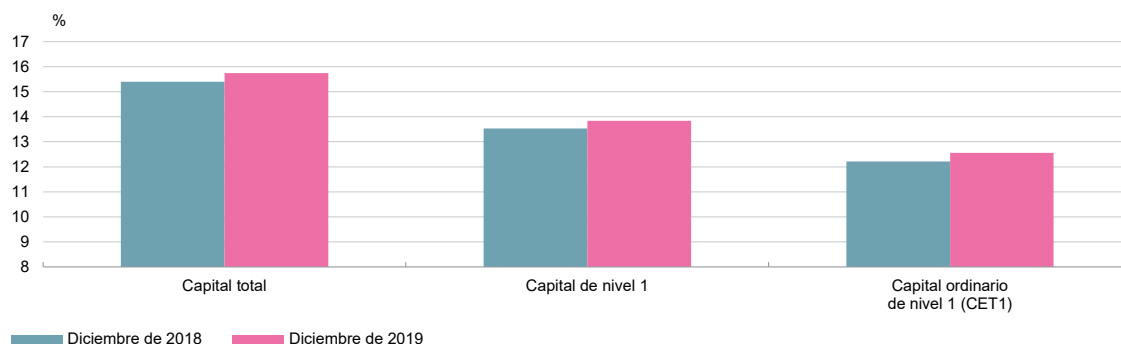
de operaciones financieras (ROF), el aumento de los gastos de explotación, atribuible en buena medida a los gastos extraordinarios para reducir personal en algunas entidades, los ajustes procedentes del deterioro del fondo de comercio de las dos entidades con mayor actividad internacional —igualmente, de carácter no recurrente— y el aumento de las pérdidas por deterioro por primera vez desde 2012 explicaron el comportamiento de la rentabilidad durante el ejercicio 2019 (véase gráfico 2.4). Se anticipa un impacto negativo atribuible al Covid-19 en la rentabilidad en 2020, debido a su efecto contractivo sobre el volumen de activos productivos y al esperable aumento de las dotaciones por deterioro de activos financieros y no financieros.

Solvencia

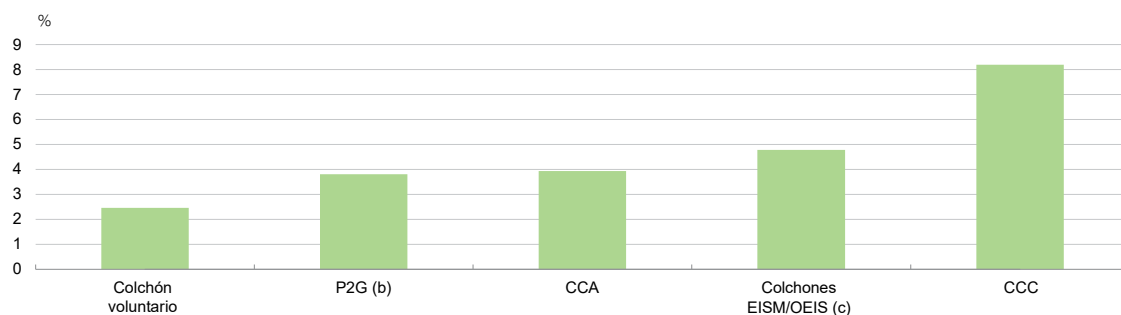
Las ratios de capital de las entidades españolas aumentaron en 2019 y se observa un crecimiento acumulado significativo

Gráfico 2.5 Solvencia de las entidades de depósito

1 Ratios de capital



2 Porcentaje acumulado de activos potencialmente dudosos que permitiría absorber cada colchón (a) Diciembre de 2019



FUENTE: Banco de España.

- a Cada barra representa el porcentaje acumulado del crédito a diciembre de 2019 cuya entrada en dudoso podría ser cubierta por los diferentes colchones de acuerdo con las guías supervisoras vigentes del BCE y las autoridades nacionales competentes.
b P2G se refiere a las recomendaciones de capital de Pilar 2.
c Se refiere a los colchones para entidades de importancia sistémica mundial y para otras entidades de importancia sistémica.

de los recursos de capital disponibles desde el inicio de la anterior crisis financiera. La ratio de CET1 aumentó 35 pb en 2019, situándose al final del ejercicio 2019 en el 12,6 %, un nivel superior a los requisitos mínimos de Pilar 1 (véase gráfico 2.5). En la misma línea, la ratio de capital de nivel 1 mejoró hasta el 13,8 %, tras aumentar 30 pb, y la de capital total alcanzó el 15,7 %, mejorando en 35 pb en diciembre de 2019. Este incremento en las ratios de capital fue generalizado entre entidades. Los instrumentos de capital y las reservas suponen conjuntamente más del 90 % de sus elementos computables, siendo el crecimiento de las reservas la causa principal del aumento de la ratio CET1. Con respecto a las deducciones, en 2019 se redujeron el fondo de comercio y otros activos intangibles, principal componente de aquellas, lo que contribuyó adicionalmente a aumentar el nivel de la ratio. Desde una perspectiva temporal más amplia, la ratio de capital de nivel 1

ha aumentado más de 5,5 pp desde diciembre de 2008, mientras que la ratio de capital total lo ha hecho en casi 4,5 pp desde la misma fecha⁴.

Las entidades de depósito españolas cuentan con un volumen significativo de recursos de capital con los que hacer frente a las pérdidas inesperadas. Del total de CET1 disponible, el colchón voluntario de CET1 que mantenía el sistema en su conjunto en diciembre de 2019 ascendía a 28 mm de euros, pudiendo utilizarse ese importe para absorber pérdidas inesperadas. La respuesta de las autoridades prudenciales ante los desafíos generados por el Covid-19 promueve el posible uso para absorción de pérdidas del capital vinculado a las recomendaciones de capital de Pilar 2 (P2G) y los requisitos de colchones sistémicos y anticíclico, así como el colchón de conservación de capital, lo que supone un volumen adicional de recursos de 64,9 mm de euros. Estos colchones alcanzarían a cubrir un aumento de la ratio de dudosos en España de alrededor de 8,2 pp (véase gráfico 2.5). La capacidad de absorción de un eventual incremento de préstamos dudosos se incrementa significativamente si a esto se añaden las moratorias sobre préstamos y el programa de avales del Gobierno para el crédito a SNF.

Medidas macroprudenciales en el sector bancario

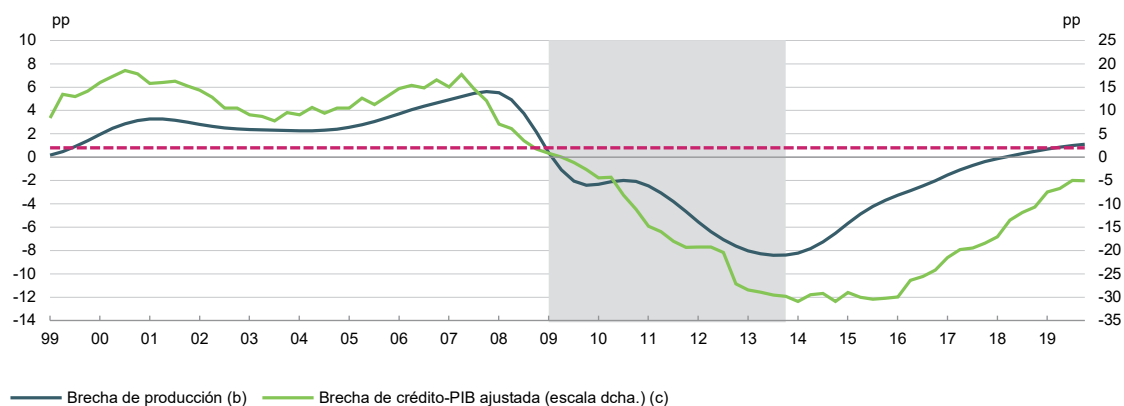
La política macroprudencial del Banco de España tiene por objetivo prevenir o mitigar los riesgos identificados para la estabilidad financiera y aumentar la capacidad de absorción de perturbaciones por parte de las entidades de crédito⁵. Con este fin, el Banco de España fija regularmente dos tipos de colchones macroprudenciales de capital dirigidos a abordar la acumulación de riesgos cíclicos y estructurales: i) el colchón de capital anticíclico (CCA), y ii) los colchones para entidades bancarias españolas de importancia sistémica mundial y nacional.

Durante 2019, el porcentaje del CCA se mantuvo en el 0 %, debido a la ausencia de señales de riesgo cíclico y a la incertidumbre existente sobre el entorno macrofinanciero. A lo largo de 2019,

⁴ El capital ordinario de nivel 1 (CET1) constituye una definición de capital más estricta, que se incorporó en 2014 a partir de la aplicación de los estándares prudenciales de solvencia conocidos generalmente como «Basilea III», por lo que no puede calcularse su incremento en fechas anteriores a 2014.

⁵ Véase J. Mencía y J. Saurina (2016), *Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores*, Documentos Ocasionales, n.º 1601, Banco de España.

Gráfico 2.6 Brechas de producción y de crédito-PIB, 1999-2019 (a)



FUENTE: Banco de España.

- a** El área sombreada muestra el último período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). La línea horizontal punteada representa el umbral de activación del CCA igual a 2 pp de la brecha crédito-PIB.
- b** La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010 [para más detalles, véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España].
- c** La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta de mejor manera a los ciclos financieros observados en España históricamente [para más detalles, véase J. E. Galán (2019), *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*, Documentos Ocasionales, n.º 1906, Banco de España].

el ciclo crediticio mostró señales de un progresivo fortalecimiento, pero sin que se llegaran a observarse muestras de desequilibrios por crecimiento excesivo del crédito. En particular, la brecha de crédito-PIB ajustada —el indicador de referencia para medir desequilibrios del crédito durante fases alcistas del ciclo crediticio— mostró una corrección paulatina, pero a finales del año pasado continuaba por debajo del nivel de equilibrio de largo plazo y del umbral de activación de 2 pp (véase gráfico 2.6). Otros indicadores de desequilibrios crediticios y de precios del sector inmobiliario mostraron cierta estabilidad, tras haber convergido hacia los niveles de equilibrio durante los últimos años⁶. Por otra parte, también se realizó un seguimiento de la brecha de producción. Su uso en el contexto del CCA se justifica por la posibilidad de activar este instrumento cuando las

⁶ El conjunto de indicadores cuantitativos que guían las decisiones del CCA comprende indicadores de desequilibrios de crédito, desequilibrios de precios en el sector inmobiliario, servicio de la deuda, desequilibrios externos y entorno macroeconómico. Un análisis técnico de la selección de indicadores utilizados puede consultarse en C. Castro, Á. Estrada y J. Martínez (2016), *The Countercyclical Capital Buffer in Spain: An Analysis of Key Guiding Indicators*, Documentos de Trabajo, n.º 1601, Banco de España. Para una perspectiva histórica de la evolución cíclica del crédito bancario en España, véase M. Bedayo, Á. Estrada y J. Saurina (2018), *Bank Capital, Lending Booms and Busts. Evidence from Spain in the last 150 years*, Documentos de Trabajo, n.º 1847, Banco de España.

Cuadro 2.1 Colchones de capital para entidades de importancia sistémica en 2019

Entidad	Designación	Colchón de capital (% sobre APR)
Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,00
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	0,75
CaixaBank, SA	OEIS	0,25
Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25
BFA Tenedora de Acciones, SAU (Bankia, SA)	OEIS	0,25

FUENTE: Banco de España.

condiciones económicas lo permiten, incluso en ausencia de señales de crecimiento excesivo del crédito. De esta forma, podrían afrontarse situaciones de estrés macrofinanciero no generadas endógenamente por el sistema financiero. En este sentido, las previsiones disponibles para la mayoría de estos indicadores presentaban una senda que sugería la pronta activación del CCA. La irrupción del Covid-19 a comienzos de 2020 alteró drásticamente el diagnóstico de riesgos cíclicos realizado en 2019⁷.

El Banco de España lleva a cabo anualmente la identificación de entidades sistémicas y la fijación de sus colchones regulatorios de capital. En concreto, el Banco de España identifica «entidades de importancia sistémica mundial» (EISM) y de importancia sistémica nacional, denominadas «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS). A diferencia del CCA, los colchones de entidades sistémicas tratan de abordar la dimensión transversal del riesgo sistémico. La última revisión de la lista de entidades de importancia sistémica no ha registrado modificaciones respecto al año previo. En noviembre de 2019 el Banco de España⁸ anunció las designaciones de una EISM para 2021 y cinco OEIS para 2020, y los porcentajes de los colchones asociados para cada una de ellas (véase cuadro 2.1).

El Banco de España inició en 2019 los trabajos para el desarrollo de una circular sobre un nuevo conjunto de herramientas macroprudenciales. Estas herramientas fueron otorgadas a través del Real Decreto-ley 22/2018 y del Real Decreto 102/2019, y serán

⁷ Esta circunstancia ha llevado al Banco de España a anunciar, en marzo de 2020, el mantenimiento del CCA en el 0% por un período prolongado, al menos hasta que los principales efectos económicos y financieros derivados de la pandemia se hayan disipado. Véase la nota de prensa «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0%», del 31 de marzo de 2020.

⁸ Véase la nota de prensa «El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital», del 25 de noviembre de 2019.

susceptibles de implantación sobre entidades de crédito. Los nuevos instrumentos comprenden: i) límites a las condiciones de concesión de préstamos (herramienta muy extendida en países de nuestro entorno); ii) límites de concentración sectoriales, y iii) el colchón de capital anticíclico sectorial, instrumento este último muy novedoso, acerca del cual el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) desarrolló unas guías⁹ que publicó a finales de 2019.

⁹ Para más información, véase el [recuadro 3.1](#) del *Informe de Estabilidad Financiera*, de primavera de 2019, del Banco de España.

2.3 Mercados de valores

En España, la evolución de los mercados financieros en 2019 fue relativamente similar a la de otros mercados de nuestro entorno. No obstante, se produjeron algunas especificidades, sobre todo en los mercados de renta variable. En este sentido, las revalorizaciones de las cotizaciones fueron notables (el IBEX-35 avanzó un 11,8%), pero mucho menores que las registradas en otras plazas, debido, básicamente, a la diferente composición de los índices, aunque también pudieron tener influencia algunas incertidumbres derivadas del ciclo electoral. Los niveles de volatilidad de la bolsa española fueron reducidos, como los del resto de las plazas internacionales; así pues, cerraron el ejercicio en niveles cercanos al 10 % —mínimos históricos— y dejaron la media anual de volatilidad en el 13,7 %.

La contratación de renta variable española se situó en 805 mm de euros en el conjunto del pasado año, su valor más bajo desde 2013, manteniéndose la redistribución de la negociación desde el mercado regulado español —que disminuyó casi un 21 %, hasta los 460.000 millones— hacia otros centros de negociación y mercados competidores, que apenas redujeron sus volúmenes (un 1,5 % menos, hasta los 345.600 millones). En consecuencia, la cuota de mercado de estos últimos registró un aumento entre 2018 y 2019, y pasó del 37,4 % al 42,6 %.

En los mercados de deuda nacionales, las rentabilidades retrocedieron durante 2019, como en otras economías europeas, y marcaron nuevos mínimos históricos, en línea con la política monetaria del BCE. En el caso de la deuda pública, los tipos negativos se extendían a finales de 2019 hasta el plazo de cinco años, y en el plazo de diez años los tipos se situaban en el 0,45 % (habiendo llegado a mínimos cercanos a cero en septiembre). Por su parte, la prima de riesgo soberano descendió desde los 118 pb a finales de 2018 hasta los 66 pb, al igual que lo hicieron las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía.

Los datos de actividad en los mercados primarios de deuda mostraron una nueva contracción en 2019. En particular, el volumen de emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situó en 90.066 millones de euros, un 11 % menos que en 2018 y el nivel más bajo de los últimos años. La disminución fue

generalizada entre los diferentes tipos de deuda, a excepción de los bonos de titulización, que aumentaron un 3 %. En cambio, las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior siguieron incrementándose (a un ritmo del 12,3 %, hasta superar los 100 mm de euros). Se situaron así por encima del importe registrado en la CNMV por primera vez, representando el 53 % del total en el año (47 % en 2018). También cabe destacar la expansión del mercado de bonos verdes, que se prolonga desde 2014, aunque sus importes son aún reducidos (algo más de 6 mm en 2019). Los destinos de esta financiación fueron los proyectos energéticos y, en menor medida, los del sector del transporte¹⁰.

Al cierre de 2019, los riesgos más relevantes que se identificaban en los mercados financieros estaban relacionados con las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) y el posible aumento de las vulnerabilidades financieras de algunos agentes, debido al nivel reducido de tipos de interés. La búsqueda de rentabilidad lleva dando lugar desde hace varios años a compras de activos de mayor riesgo y menor liquidez y, en consecuencia, a la compresión de las primas de riesgo, sobre todo de los activos de deuda más arriesgados (*high yield*). En esta situación, cualquier *shock* que pudiera tener como consecuencia la repreciaación de los activos de los agentes podría dar lugar a caídas sustanciales de los precios de la mayoría de los instrumentos, propiciar un aumento de las ventas en los mercados y, en última instancia, dar lugar a nuevos descensos de precios en lo que se denomina «efectos de segunda ronda». En el caso de los activos de deuda de menor calidad, que, con carácter general, son menos líquidos, las espirales negativas de precios podrían ser más acentuadas.

Ya en 2020, la crisis derivada del Covid-19 ha tenido un impacto sustancial sobre la economía y, en consecuencia, sobre los mercados financieros. La incertidumbre presente en estos últimos, evaluada a través de diferentes indicadores de estrés, se ha elevado hasta niveles que no se observaban desde la crisis financiera global de 2008 o la crisis de la deuda soberana europea de 2012. Se han detectado incrementos significativos en la tensión de todos los segmentos que componen el sistema financiero, así como un grado mayor de correlación entre ellos¹¹.

¹⁰ Por su parte, las emisiones de bonos sociales fueron algo superiores a los 1.500 millones de euros. La financiación de estos proyectos mediante préstamos (verdes y sociales) también ha mostrado gran dinamismo y destaca entre los países europeos más importantes.

¹¹ Véanse las *Notas de Estabilidad Financiera* de la CNMV, de carácter trimestral, y las series estadísticas de los indicadores de estrés.

En el caso de los mercados de renta variable, la paralización de buena parte de la actividad económica, en un contexto de alta incertidumbre, dio lugar a fuertes caídas de las cotizaciones y a repuntes en los niveles de volatilidad hasta máximos superiores a otros períodos de crisis. En este entorno, varias autoridades de valores europeas¹² (entre ellas, la española) decidieron establecer limitaciones a la operativa en corto. Estas limitaciones, que pueden establecerse cuando concurren circunstancias que constituyen una seria amenaza para la estabilidad financiera, fueron adoptadas por la CNMV a mediados de marzo. Durante un mes (decisión prolongada hasta el 18 de mayo) se decidió prohibir la creación o el incremento de posiciones cortas netas sobre la totalidad de los valores de renta variable¹³.

¹² Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia.

¹³ CNMV, Informaciones relacionadas con la situación creada por el COVID-19.

2.4 Intermediación financiera no bancaria

La intermediación financiera no bancaria (IFNB) constituye una alternativa valiosa a la financiación proporcionada por las entidades de crédito, puesto que incrementa las fuentes disponibles de recursos para las empresas y los hogares, y puede promover una sana competencia con las entidades bancarias tradicionales. Esta intermediación fue conocida como *shadow banking* durante varios años, puesto que en algunos casos se trataba de instituciones o actividades que, fuera del sistema bancario tradicional, estaban poco reguladas y supervisadas. Sin embargo, este no es el caso en España, donde el grueso de esta actividad es desarrollado por fondos de inversión, que son entidades sometidas a una regulación y supervisión estrictas.

El volumen de activos relacionados con esta actividad en España se redujo moderadamente en 2018. En concreto, se situó en 504.119 mm de euros a finales de 2018 de acuerdo con la definición amplia (un 5,3 % menos que en 2017), y en 295.900 mm de euros de acuerdo con la definición estricta, que descuenta los activos de las entidades que consolidan con grupos bancarios, según la metodología establecida por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que cuantifica la actividad de la IFNB atendiendo a las funciones económicas (FE) que desarrollan las entidades (un total de cinco funciones). Así, la actividad de la IFNB en España representa el 6,7 % del sistema financiero, un porcentaje inferior al observado en otras jurisdicciones¹⁴. Como referencia, la actividad de la IFNB en la muestra de países analizados por el FSB¹⁵ asciende al 13,6 % del sistema financiero global¹⁶. Atendiendo a las distintas funciones económicas, las entidades más relevantes en España serían determinadas tipologías de fondos de inversión¹⁷

¹⁴ Véase el *Monitor de la Intermediación Financiera No Bancaria en España*, que publica la CNMV de forma semestral.

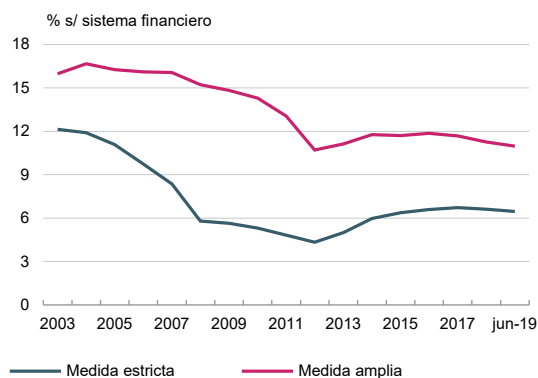
¹⁵ Véase el informe del FSB *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019*.

¹⁶ En la muestra del FSB para 2018 se incluyen 22 jurisdicciones: 21 individuales más una que engloba el grupo de países pertenecientes al área del euro. Si se cuantifican las jurisdicciones del área del euro una a una, el número total de jurisdicciones ascendería a 29.

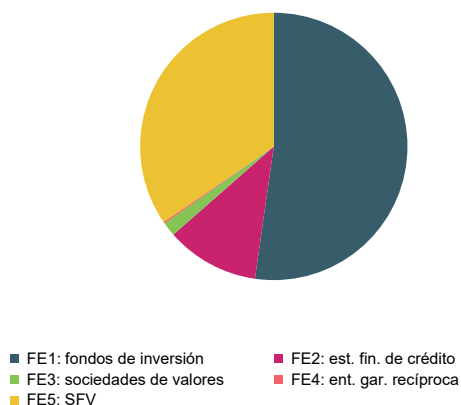
¹⁷ Atendiendo a la definición que proporciona el FSB, se ha considerado que pertenecen a esta función económica los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

Gráfico 2.7 Intermediación financiera no bancaria (2019)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Funciones económicas (medida amplia)



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

(FE1) y los vehículos de titulización (FE5), que representan el 85,5 % y el 9,4 %, respectivamente, del total. A continuación se situarían los establecimientos financieros de crédito (FE3), con un 4,2 %; y, con un peso relativo poco significativo, figurarían las sociedades de valores (FE3) y las sociedades de garantía recíproca (FE4). Entre las entidades que conforman la IFNB, los vehículos de titulización presentan el grado de interconectividad más elevado con el sistema bancario.

Durante 2019, la evolución de los componentes más importantes de la IFNB ha sido heterogénea. En términos agregados, las cifras preliminares indican que el volumen de activos se habría incrementado ligeramente, tanto en la definición amplia como en la estricta, con un aumento inferior al 2 % en ambos casos, situándose así en 513.075 y 301.500 millones de euros, respectivamente. No obstante, en términos relativos, el peso de la IFNB en nuestro país se habría reducido el año pasado de forma leve, hasta representar el 6,5 % del total del sistema financiero. En cuanto a la evolución de las distintas entidades que conforman esta actividad, se habría producido durante el ejercicio un aumento del patrimonio de los fondos de inversión superior al 5 % y los activos financieros de las sociedades de valores habrían experimentado un crecimiento superior al 100 %¹⁸. Este

¹⁸ Este aumento del tamaño del segmento de las sociedades de valores fue consecuencia, esencialmente, del traspaso de gran parte de la actividad de una única entidad a raíz del *brexit*.

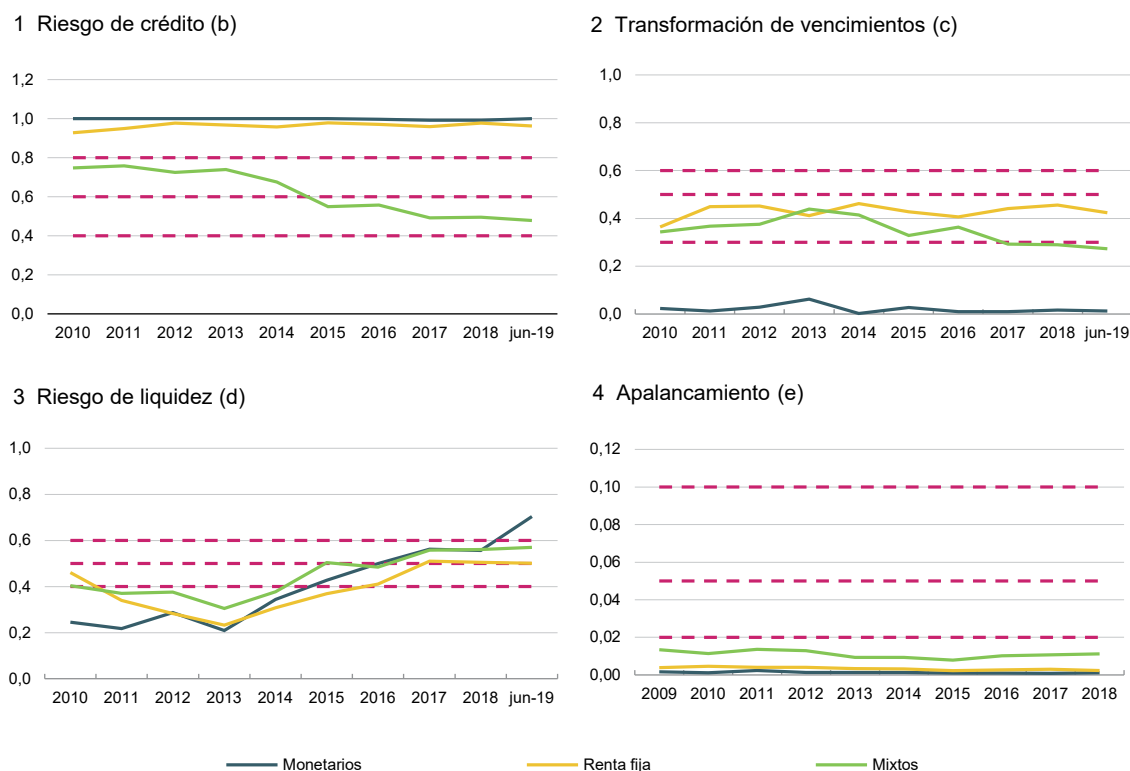
avance habría sido parcialmente compensado por el descenso del saldo vivo de las titulizaciones en un 4,9 %, una tendencia a la baja que viene sucediendo de forma ininterrumpida desde 2010. De esta forma, el peso relativo de los dos tipos de entidades más relevantes se modificaría ligeramente en favor de los fondos de inversión (FE1), que superarían el 88 % del total de la IFNB (en sentido estricto). La importancia relativa de los vehículos de titulización (FE5), en cambio, quedaría por debajo del 9 % de 2018, mientras que el de las sociedades de valores, aunque continuaría siendo pequeño, aumentaría desde el 0,6 % hasta alcanzar el 2 %.

El análisis del riesgo de liquidez por tipo de activo realizado con los datos disponibles de las carteras de los fondos en 2019 revela que la proporción de activos de menor liquidez en la cartera de los fondos se ha ido incrementando a lo largo de los últimos años, aunque esta proporción no es excesivamente alta¹⁹. Este análisis se complementa, además, con las condiciones de liquidez que efectivamente se observan para cada activo en el mercado, en función de la negociación que se produce o del tiempo que se precisa para efectuar una venta, y también con la valoración de la exposición a activos en función de su calificación crediticia. En condiciones de mercado marcadas por la ausencia de turbulencias, como en 2018 y 2019, el análisis complementario de liquidez reduce significativamente el volumen de activos de menor liquidez, puesto que la mayoría de los instrumentos se negocian sin dificultades. En momentos de turbulencias, como los acontecidos en marzo de 2020, el volumen de activos menos líquidos y/o de mayor riesgo de crédito puede aumentar y configurarse como una vulnerabilidad para aquellos fondos que pudieran experimentar un incremento sustancial de los reembolsos. En relación con la exposición de los fondos a las compañías en función de su calificación crediticia, cabe señalar que a finales de 2019 la mayoría de los activos de deuda de los fondos españoles mostraban una calidad alta en función de dicha calificación. El 92 % de la cartera de deuda estaba invertida en activos con la consideración de grado de inversión (o *investment grade*), en contraposición con los activos de alto riesgo (o *high yield*).

Los indicadores de apalancamiento directo, es decir, mediante la adquisición de crédito, son poco relevantes en el ámbito de los fondos de inversión. Los fondos de inversión operan

¹⁹ Este análisis se realiza para las tipologías de fondos de inversión con un mayor peso dentro de la IFNB, que en este caso son los fondos mixtos y los fondos de renta fija (conjuntamente, representan el 87 % de la totalidad de la FE1), así como para los fondos monetarios (estos últimos, muy poco relevantes en términos de patrimonio).

Gráfico 2.8 Evolución de los riesgos en los fondos de inversión de la IFNB (a)
Junio de 2019



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

NOTA: Las líneas discontinuas se corresponden con los umbrales que determinan el cambio de riesgo bajo a riesgo moderado, de riesgo moderado a riesgo medio y de riesgo medio a riesgo alto.

a Excepto para el indicador de apalancamiento, que es hasta 2018.

b Se define como el porcentaje de activos crediticios (tesorería, depósitos y valores de renta fija) respecto al total del patrimonio.

c Se define como el porcentaje de activos a largo plazo respecto al total del patrimonio.

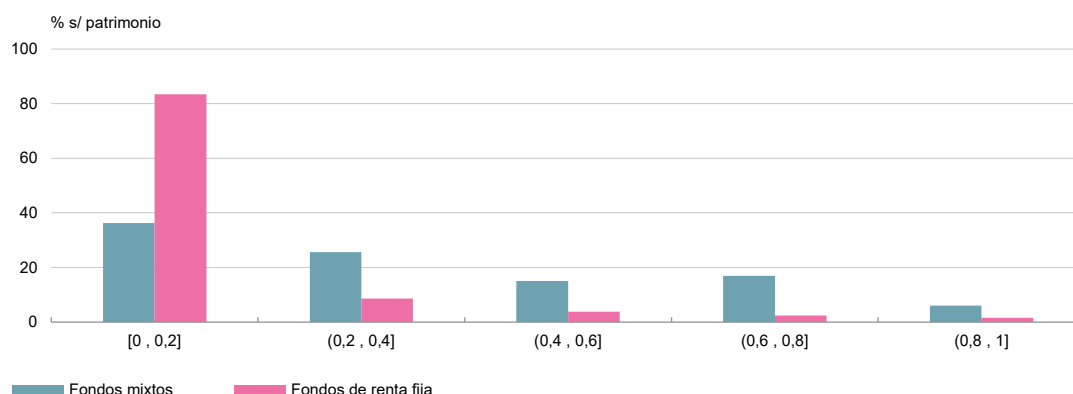
d Se define como el porcentaje de activos menos líquidos (total activos financieros-activos líquidos) respecto al total del patrimonio. Se han considerado activos líquidos los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los *repos* y el 50% del valor de la cartera de renta variable.

e Medida de apalancamiento directo, es decir, mediante la adquisición de crédito.

bajo limitaciones regulatorias que impiden un aumento excesivo del apalancamiento por esta vía. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una parcela de análisis que está en desarrollo y que va a emplear los indicadores propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) recientemente para hacer un seguimiento del apalancamiento de estas instituciones a escala internacional²⁰. En un análisis realizado con datos correspondientes al primer semestre de 2019, pudo observarse que los riesgos sistémicos derivados de esta operativa eran muy limitados en los fondos de inversión españoles.

²⁰ IOSCO Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds, de diciembre de 2019.

Gráfico 2.9 Apalancamiento indirecto de los fondos de inversión (a)
Junio de 2019



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Distribución de los fondos en función de su exposición al riesgo de mercado mediante el uso de derivados.

La exposición al riesgo de mercado evaluado para las instituciones de inversión colectiva (IIC) sujetas a la normativa UCITS que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso²¹ (99% del total) suponía el 26% de su patrimonio, porcentaje que se encuentra muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100% del patrimonio)²². Por su parte, en los fondos denominados «CUASIUCITS»²³, el nivel de exposición se situaba por debajo del 70%. Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (incluidas en la categoría de IIC alternativas, con una regulación más flexible), la evidencia empírica también respalda que el nivel de apalancamiento es, en general, moderado y tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de aquel.

En el ámbito de la IFNB, cabe destacar los trabajos que se están realizando a escala tanto nacional²⁴ como europea en relación

²¹ El método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías *ESMA Guidelines on Risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS (CESR/10-788)*, permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente. La metodología se basa en considerar el valor de mercado del activo subyacente (o su valor nominal si es más conservador) ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*), así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

²² El 1% del patrimonio restante corresponde a fondos de inversión, cuya exposición al riesgo de crédito la calculan de acuerdo con la metodología de VaR.

²³ Son fondos sujetos a la normativa UCITS, con la posibilidad de acogerse a una mayor flexibilidad en ciertos aspectos de la operativa a través de instrumentos derivados, pudiendo superar el límite del 100% de exposición al riesgo de mercado.

²⁴ Véase el documento «La participación de la CNMV en la política macroprudencial», publicado en 2019.

con las herramientas macroprudenciales disponibles. Se están valorando su eficacia y su eficiencia, así como la posible necesidad de establecer algunas herramientas adicionales que permitan gestionar de la mejor manera posible el potencial desfase entre los reembolsos de los fondos y la liquidez de los activos, así como su apalancamiento. En este sentido, cabe destacar, por ejemplo, la adopción en 2019 de una nueva herramienta macroprudencial que faculta a la CNMV para exigir sobre una entidad o un conjunto de entidades un incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos, una exigencia que tendría carácter temporal y estaría motivada por razones de estabilidad financiera²⁵. En 2020, en el contexto de la crisis, también se ha adoptado una nueva medida para facilitar la gestión de liquidez de estas instituciones, que consiste en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en su reglamento de gestión, que son aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV²⁶.

En el ámbito de la inversión colectiva, a raíz de la crisis originada por el Covid-19, los trabajos relacionados con la estabilidad financiera se han dirigido, fundamentalmente, a la evaluación de la liquidez de los activos de la cartera de estas instituciones y al seguimiento permanente de los reembolsos. Estos últimos, que se incrementaron en marzo hasta casi el 2 % del patrimonio de los fondos, pudieron atenderse sin incidencias relevantes. La CNMV recordó la conveniencia, en determinados casos, de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*. A este respecto, cabe señalar que existen multitud de herramientas de gestión de la liquidez al alcance de los gestores, algunas de las cuales están también a disposición del supervisor de estas instituciones, que son muy útiles para afrontar un eventual aumento en el nivel de los reembolsos. Entre ellas, destacan la suspensión de los reembolsos, los esquemas de *swing pricing*, los reembolsos en especie, los *side pockets* o las comisiones a los reembolsos. Entre las herramientas más recientes, sobresalen la comentada anteriormente relacionada con la posibilidad de establecer plazos de preaviso, aprobada en el contexto de la crisis, y otra introducida hace algo más de un año que tiene que ver con la facultad de la CNMV para exigir el refuerzo de activos más líquidos en las carteras de los fondos.

²⁵ Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales. Esta normativa también contempla, de forma más general, que la CNMV pueda introducir límites y condiciones a la actividad de sus entidades supervisadas, con la finalidad de evitar un endeudamiento excesivo del sector privado que pueda afectar a la estabilidad financiera.

²⁶ Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al Covid-19.

2.5 Aseguradoras y fondos de pensiones

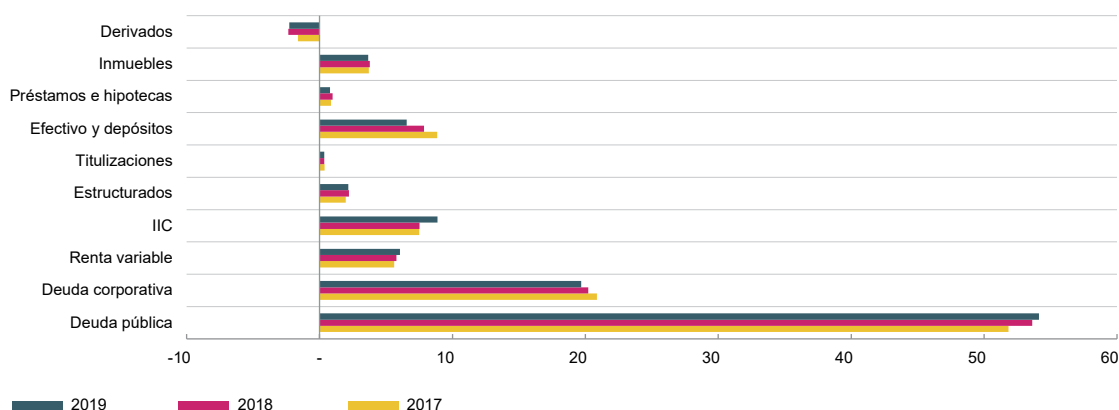
El entorno de actividad del sector asegurador

El entorno de bajos tipos de interés siguió siendo durante 2019 el condicionante financiero del sector asegurador, con claros efectos para la gestión, el resultado y la situación financiera de las entidades aseguradoras. Las consecuencias inmediatas en la situación financiera y de solvencia de las entidades aseguradoras se dan simultáneamente en el activo, vía una menor rentabilidad de las inversiones, y en el pasivo, vía exigencia de un mayor nivel de provisiones técnicas, especialmente en el caso de los seguros de vida con garantías a largo plazo. A pesar de ello, las ratios medias de solvencia del sector son sólidas y permanecen en niveles que duplican los mínimos de referencia.

La disminución de las rentabilidades procedentes de las inversiones ha afectado tanto al negocio de seguros de vida como al de no vida. Pero los impactos son mayores en el negocio de vida, debido a su carácter de largo plazo y, por tanto, a la mayor duración de sus pasivos. Esta situación ha generado, además, alguna presión sobre los fondos propios, tanto en términos contables como de solvencia, como consecuencia de las necesidades de incrementar los niveles de provisiones técnicas.

Un elemento mitigante de los efectos de este entorno ha sido el uso de medidas para la gestión de las garantías a largo plazo previstas en la normativa europea de solvencia. La aplicación de las técnicas de ajuste por casamiento que permiten, bajo el cumplimiento de unos requisitos estrictos, el descuento de provisiones en función de la rentabilidad de los activos que las respaldan (*matching adjustment*) y la implantación de otras medidas para la gestión de carteras que se encaminan a lograr una gestión conjunta activo-pasivo (ALM) que compense las oscilaciones desfavorables de los pasivos con movimientos en sentido contrario de los activos, mitigan de forma importante los impactos del entorno de bajos tipos, al reducir las consecuencias de la volatilidad de los mercados y prevenir los comportamientos procíclicos de las entidades. No

Gráfico 2.10 Inversiones por tipología de activo (%)



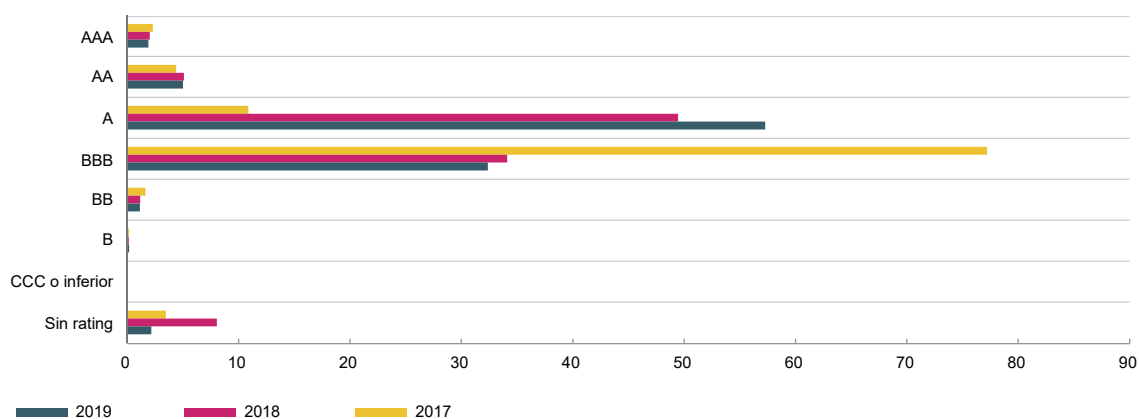
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

obstante, la persistencia de carteras antiguas de pólizas con tipos de interés garantizados relativamente elevados requiere una especial vigilancia.

La reducción de la rentabilidad de los activos de renta fija, que constituyen la parte más importante de las inversiones de las aseguradoras, ha llevado a la búsqueda de inversiones de mayor rentabilidad y menos líquidas. Esa búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) está motivada por la necesidad de ofrecer productos de seguros más competitivos, lo que supone la asunción de un correlativo mayor nivel de riesgo y la exigencia de una gestión especialmente rigurosa del riesgo de crédito. No obstante, hasta el momento no se ha producido un cambio significativo en la estructura de inversiones de las aseguradoras, que ha permanecido estable a lo largo del tiempo (véase gráfico 2.10). Por otra parte, las inversiones de las entidades aseguradoras no han experimentado un deterioro de la calidad crediticia a lo largo de los últimos ejercicios (véase gráfico 2.11).

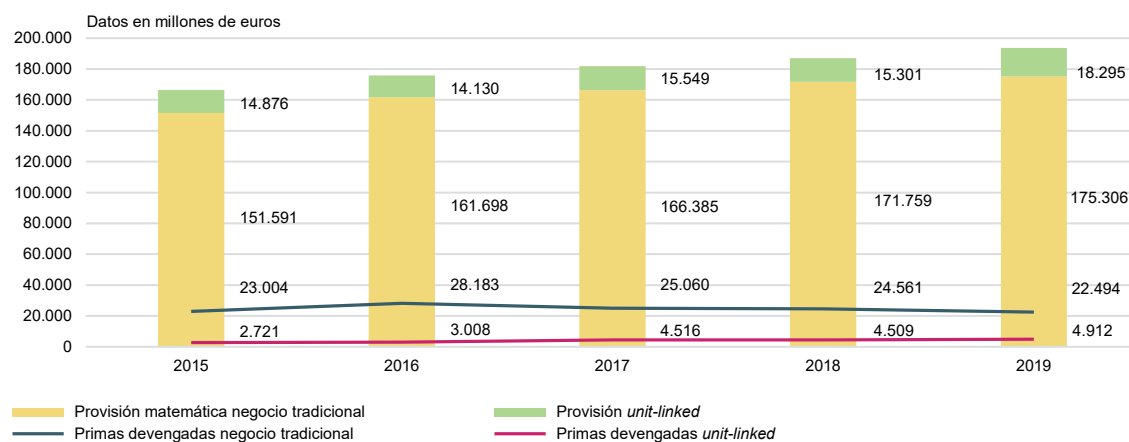
La reducción de la rentabilidad de las inversiones y, consiguientemente, del resultado financiero añade especial tensión en las cuentas técnicas de aquellos ramos de seguro con un resultado más ajustado. La combinación de resultados técnicos ajustados y de resultados financieros decrecientes lleva a la necesidad, para lograr el equilibrio técnico, de, o bien reforzar la gestión eficiente de los gastos y de la siniestralidad, o bien reestructurar las tarifas de primas. Dada la situación de alta competitividad en el sector de seguros, las entidades han encaminado su gestión a una mayor eficiencia y racionalización de la siniestralidad y de los gastos que integran el resultado técnico.

Gráfico 2.11 Inversiones por nivel de calidad crediticia de las inversiones en deuda pública y corporativa, IIC de renta fija y productos estructurados (%)



FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico 2.12 Primas devengadas brutas de seguro directo, provisiones brutas y variación (negocio tradicional, *unit linked*)



FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Una de las consecuencias más evidentes de este contexto de bajos tipos de interés son los cambios en el modelo de negocio del seguro de vida. Los productos de vida-riesgo, que cubren el fallecimiento o la invalidez, ligados en un elevado porcentaje a préstamos hipotecarios o de financiación al consumo, adquieren un mayor protagonismo en las carteras de las aseguradoras de vida, por su resultado técnico y porque, dada su naturaleza, no introducen presiones sobre los balances similares a las que sí generan los seguros de ahorro. En estos últimos se constata la reducción de la

actividad en productos de seguro tradicionales con garantía de tipos de interés a largo plazo en favor de los productos en los que el riesgo de la inversión lo asume directamente el tomador, como es el caso de los seguros *unit-linked* (véase gráfico 2.12).

El entorno duradero de bajos tipos de interés requiere mantener una estrecha vigilancia de diferentes aspectos de la actividad aseguradora. En concreto, los aspectos más destacados abarcan el análisis del cambio del perfil de riesgo de las inversiones, el seguimiento de la estrategia de productos, la valoración continuada del impacto de la situación en la cuenta de resultados de las entidades y la monitorización de la relación entre rentabilidades de activos y tipos garantizados simultáneamente con el control de la relación entre duraciones de activos y pasivos.

Revisión de las tablas biométricas del sector asegurador

Para abordar el reto de la longevidad, durante 2019 se ha llevado a cabo una revisión en profundidad de las tablas biométricas comúnmente utilizadas por las entidades aseguradoras españolas y de los procesos utilizados en su gestión²⁷. Esta revisión ha tenido como objetivo asegurar la idoneidad de las tablas biométricas para fijar las primas y para calcular las provisiones técnicas tanto de los seguros de vida con riesgo de longevidad como de los seguros expuestos al riesgo de mortalidad, incluido el seguro de decesos.

El análisis se ha extendido a las tablas de supervivencia y a las de mortalidad. En el caso de seguros que cubren el riesgo de supervivencia, como los seguros de rentas y, en general, los seguros de ahorro, es necesario determinar si la esperanza de vida y las expectativas de mejora calibradas en las tablas generalmente utilizadas son adecuadas para reflejar de forma realista el comportamiento futuro de los asegurados y de los compromisos asumidos con ellos. Esta adecuación es esencial para garantizar, en una primera instancia, la suficiencia de las provisiones técnicas y la gestión apropiada del capital y, finalmente, la solvencia actual y futura del sector asegurador. Por su parte, las tablas biométricas utilizadas en los seguros de vida-riesgo y decesos, basadas en una experiencia de mortalidad de los primeros años de la década de los 2000 sin considerar mejora alguna, no resultan ya completamente adecuadas para reflejar la reducción

²⁷ Véase DGSFP (2019), *Estudio de impacto relativo a la revisión de las tablas biométricas del sector asegurador*.

de la mortalidad verificada en los últimos años. La actualización de estas tablas es un elemento fundamental para garantizar que los precios de los seguros se forman sobre bases técnicas transparentes y proporcionadas a los riesgos asumidos.

El uso de tablas biométricas técnicamente fiables y robustas constituye un factor necesario para preservar la estabilidad del sector asegurador. Esas características son necesarias en ambos tipos de negocio asegurador (ahorro y vida-riesgo) y aportan rigor técnico, contribuyendo a la estabilidad del sector asegurador y, por la creciente interrelación con otros sectores del sistema financiero, también a la de este último.

Las actuaciones de revisión realizadas se han ajustado a los principios de transparencia y colaboración. Han sido fundamentales las aportaciones obtenidas de las principales instituciones profesionales del sector, el mundo académico y la industria aseguradora. Este proceso ha culminado en la elaboración de unas tablas de mortalidad y supervivencia, tanto a efectos contables como de solvencia, que ha venido seguido de un estudio de impacto con una cobertura aproximada del 95 % del mercado asegurador afectado. El resultado final de estas actuaciones se ha concretado en la propuesta de revisión del marco normativo existente y la elaboración de guías técnicas relativas a la supervisión de las tablas biométricas. A esto se acompaña el establecimiento de un conjunto de recomendaciones encaminadas a fomentar la elaboración de estadísticas biométricas sectoriales homogéneas y basadas en metodologías robustas. Adicionalmente, se está analizando la creación de un mecanismo institucional de monitorización de la longevidad como un paso imprescindible tanto para la elaboración futura de estadísticas biométricas sectoriales homogéneas, fiables y técnicamente robustas como para la gestión del riesgo biométrico desde la perspectiva de cada entidad aseguradora y del sector asegurador en su conjunto.

Las pruebas de resistencia europeas en materia de seguros y fondos de pensiones de empleo

En 2019 se realizaron las actuaciones supervisoras de seguimiento del resultado del ejercicio europeo de resistencia 2018 de seguros y fondos de pensiones de empleo. La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) publicó, al cierre de 2018, los resultados de las pruebas de resistencia correspondientes al citado ejercicio, y que constituyen la

cuarta prueba de resistencia para el sector europeo de seguros²⁸. Dos de los más grandes grupos españoles participaron en ellas. En el ejercicio se evaluó la resistencia de las aseguradoras participantes a los tres escenarios severos siguientes:

- i) Una subida de la curva de tipos combinada con deficiencias de provisiones y repercusiones en los rescates, una revaloración repentina y considerable de las primas de riesgo y un aumento significativo en la inflación de siniestros.
- ii) Una bajada considerable de la curva de tipos combinada con un estrés de longevidad, lo que implica un período prolongado de tasas de interés extremadamente bajas acompañado de un aumento en la esperanza de vida.
- iii) Una serie de catástrofes naturales donde los países europeos se ven afectados en una rápida sucesión de eventos de material impacto.

El ejercicio realizado ha constituido la fase previa de un proceso de diálogo y monitorización que ha reforzado la actuación supervisora desarrollada durante 2019. Por otro lado, el foco del ejercicio en aspectos relevantes para el sector asegurador español y el resto del sistema macroeconómico, como son los tipos de interés y el envejecimiento poblacional, ha constituido un *input* fundamental para la monitorización del sector español de seguros.

En 2019, EIOPA realizó un ejercicio de resistencia en el ámbito de los fondos de pensiones de empleo. Su objetivo fue analizar en una muestra suficientemente representativa de fondos de pensiones de empleo de 19 países (entre ellos, España) los efectos de fuertes tensiones del mercado sobre el equilibrio financiero y los recursos disponibles de los planes de prestación definida y sobre las prestaciones de jubilación futuras de los partícipes de los planes de aportación definida. Los principales resultados del ejercicio²⁹ apuntaron a que, en los planes de aportación definida, la aplicación del escenario adverso supone una reducción del valor de las inversiones y una reducción de las prestaciones, especialmente en los partícipes cercanos a la edad de jubilación. En los planes de prestación definida, la aplicación del escenario adverso supone el paso de una situación global de superávit a una situación global de déficit; derivado de ello se produce un incremento de los compromisos futuros del promotor (*sponsor*

²⁸ Véase la sección de la web de EIOPA «Insurance stress test 2018».

²⁹ Para más información, véase el comunicado «EIOPA publishes the results of the 2019 Occupational Pensions Stress Test», del 17 de diciembre de 2019.

support). El ejercicio también se extendió a la comprobación de los procesos de identificación de los riesgos ESG (medioambientales, sociales y de gobernanza) que los fondos de pensiones de empleo hacen en el momento de la toma de sus decisiones de inversión.

La previsión del impacto del Covid-19 en el sector asegurador

Dadas las características de esta crisis sanitaria sin precedentes cercanos, los previsible y ciertos efectos del Covid-19 están sujetos a un importante grado de incertidumbre. El impacto del Covid-19 en el sector seguros tiene diversas manifestaciones: en la siniestralidad de algunos ramos, en la reducción de los ingresos (primas) como consecuencia de la caída de la actividad económica, en la disminución de la rentabilidad derivada de la intensificación y prolongación en el tiempo de los tipos de interés reales negativos y, finalmente, en la pérdida de valor de las carteras asociada a la ampliación de los *spreads* crediticios y a la caída de las cotizaciones de la renta variable. Los impactos podrían verse incrementados si esa ampliación de los *spreads* crediticios se produce conjuntamente con una revaluación posterior de la calificación crediticia que, con carácter general, reacciona con cierta dilación a los movimientos de *spread*.

Las presiones introducidas por la crisis sanitaria del Covid-19 obligan a las entidades aseguradoras a reforzar la monitorización del riesgo de liquidez que puede verse tensionado como consecuencia de la crisis y a replantear las potenciales necesidades de fondos propios dentro de sus políticas de gestión de capital. En este marco, son especialmente importantes las políticas de preservación de capital para poder garantizar los niveles de solvencia requeridos y una adecuada protección a los asegurados. Todo ello conlleva la necesidad de revisión de las políticas de distribución de dividendos y pago de remuneraciones variables. En este sentido, tanto EIOPA como la DGSFP han divulgado notas de supervisión relativas a las políticas de distribución de dividendos y de remuneración variable en las entidades aseguradoras, reaseguradoras y sus grupos.

Nuevas herramientas macroprudenciales

El Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, ha supuesto un reforzamiento de la supervisión macroprudencial del sector de seguros, ya que permitirá adoptar medidas para reducir concentraciones

excesivas en determinados sectores de actividad o categorías de activos, así como evitar que las transferencias de riesgos y de carteras de seguros entre entidades puedan afectar a la sostenibilidad de las propias entidades o a la estabilidad del sistema financiero.

2.6 Interconexiones en el sistema financiero

Las interconexiones que se establecen entre las distintas entidades del sistema financiero pueden actuar como canales de contagio de riesgos durante períodos de crisis. En el desarrollo de su negocio, las entidades del sistema financiero establecen relaciones entre sí mediante exposiciones directas, por la vía de tenencias de activos o préstamos concedidos dentro del sistema, o indirectas, debidas a inversiones similares en sus carteras de valores. El análisis de estas interconexiones ha ganado protagonismo en los últimos años en las agendas de organismos reguladores y supervisores nacionales e internacionales. Esta mayor importancia radica en la experiencia de la anterior crisis financiera, en la que se hizo patente que dichos vínculos pueden hacer que *shocks* específicos de una entidad o de un sector se transmitan también a otras entidades que inicialmente no estaban afectadas.

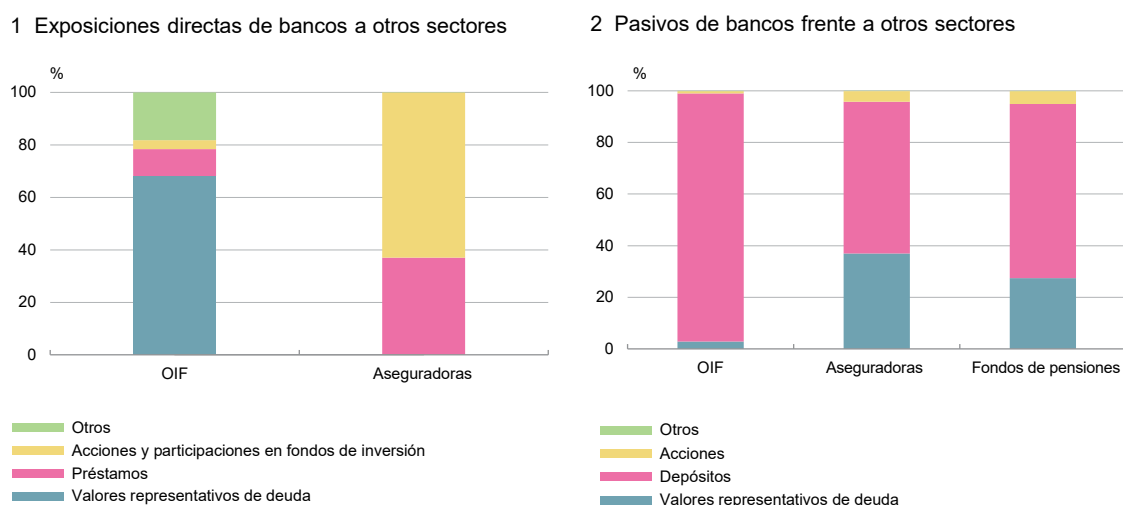
Las interconexiones directas dentro del sistema financiero nacional están relativamente acotadas, pero destacan las que se establecen entre el sector bancario y las otras instituciones financieras (OIF). Dentro del sistema financiero español, el sector bancario desempeña un papel central, tanto en cuanto a su tamaño —el 65 % del total del sistema financiero privado—³⁰ como en lo relativo al volumen de las exposiciones directas a otros sectores financieros. Entre las exposiciones del sector bancario a los sectores financieros no bancarios, destacan las que mantiene con el sector de los otros intermediarios financieros, que rondan los 215 mm de euros, equivalentes a un 4 % del activo total bancario³¹. Los pasivos con este sector son también los más elevados, y superan el 3 % del total del activo. Los vínculos con el resto de los sectores financieros son mucho más reducidos y no superan el 1 % del activo bancario. El gráfico 2.13 muestra la composición de dichas interconexiones por tipo de activo y pasivo.

El volumen de las interconexiones indirectas es significativo y representa un porcentaje elevado de la cartera de los sectores

³⁰ Para el cálculo de este porcentaje se excluyen el Banco de España y el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

³¹ El total activo se refiere al activo bancario de las entidades domiciliadas en España, sin consolidar con filiales extranjeras.

Gráfico 2.13 Interconexiones directas de bancos con otros sectores financieros no bancarios



FUENTE: Banco de España.

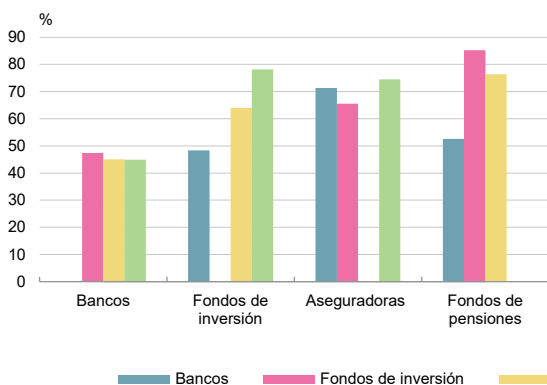
- a** Las barras apiladas indican el peso relativo del instrumento correspondiente de la exposición total del sector bancario, ya sea a través de posiciones de activo o pasivo, con el subsector financiero no bancario correspondiente.
- b** El conjunto de otras instituciones financieras (OIF) incluye fondos de inversión (monetarios y no monetarios), establecimientos financieros y otros intermediarios financieros (sociedades de valores, fondos de titulización de activos, sociedades de capital riesgo, fondos de activos bancarios, entidades de contrapartida central y sociedades de gestión de activos, incluida la Sareb, y otras entidades).

financieros no bancarios. Las interconexiones indirectas presentan dos dimensiones relevantes. Por un lado, las interconexiones indirectas se ven reflejadas a través de las correlaciones entre los precios de los distintos activos del sistema financiero español. En este sentido, en 2019 estas correlaciones se mantuvieron por debajo de las observadas en los cuatro años anteriores (véase el gráfico A.7.6 del anejo).

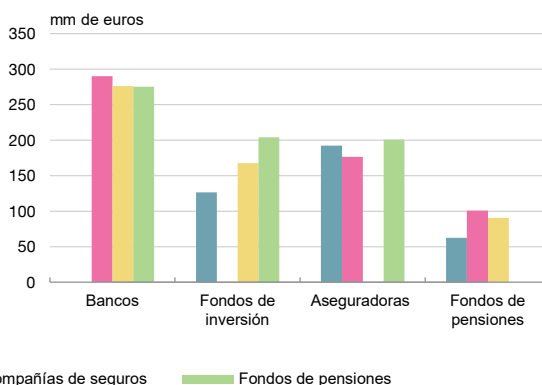
En condiciones de bajas correlaciones entre los precios de los activos, las interconexiones también pueden ser elevadas si las entidades financieras invierten en gran medida en los mismos activos. Para evaluar esta segunda dimensión, se ha medido el «solapamiento de carteras» de los distintos sectores del sistema financiero (véase gráfico 2.14), mediante la identificación de los títulos comunes en las carteras de valores negociables de cada par de sectores y el importe que cada sector mantiene de ellos (por ejemplo, bonos idénticos del Estado español mantenidos por bancos y aseguradoras). La similitud de las carteras hace que los distintos sectores estén expuestos a los mismos tipos de riesgos y puede llevar a pérdidas de valoración generalizadas en situaciones en las que un sector tiene que desprenderse de activos en condiciones

Gráfico 2.14 Solapamiento de carteras

1 Peso de las tenencias comunes sobre la cartera total (a)
Diciembre de 2019



2 Volumen de las tenencias comunes
Diciembre de 2019



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

a El gráfico muestra las tenencias comunes de valores negociables, entendiendo por tales la posesión de títulos idénticos emitidos por el mismo emisor. Por ejemplo, de las tenencias comunes entre bancos y fondos de inversión, los bancos mantienen en su cartera alrededor de 300 mm de euros, lo que representa un 49 % del total de su cartera. Por su parte, los fondos de inversión mantienen en su cartera aproximadamente 130 mm de euros, lo que representa un 51 % del total de su cartera. Se tiene en cuenta el valor de mercado de las tenencias que reportan las entidades (o, en su caso, el valor razonable).

de mercado estresadas. A finales de 2019, el porcentaje de solapamiento excedía del 45% en todos los casos. Este porcentaje era especialmente elevado para los fondos de pensiones en relación con los fondos de inversión y las aseguradoras, por encima del 75%. En volumen absoluto, las tenencias más elevadas de valores de emisores comunes correspondían al sector bancario, por encima de los 275 mm de euros en relación con cualquiera de los otros subsectores. La exposición común a ciertos soberanos es uno de los principales factores que determinan el elevado grado de solapamiento de carteras.

Anejo

Tablero de indicadores estadísticos

Gráfico A.1 Riesgo macroeconómico

- 1 Crecimiento del PIB a precios constantes
- 2 Tasa de paro según la EPA
- 3 Inflación según el índice general del IAPC
- 4 Deuda y déficit públicos
- 5 Deuda consolidada del sector privado residente
- 6 Saldo por cuenta corriente
- 7 Posición de inversión internacional neta deudora
- 8 Costes laborales unitarios

Gráfico A.2 Riesgo de mercado

- 1 Mercados de renta variable
- 2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años
- 3 Evolución del euríbor a un año
- 4 Volatilidad en los mercados internacionales
- 5 Volatilidad del IBEX-35

Gráfico A.3 Riesgo de crédito

- 1 Tasa de morosidad de las entidades de crédito
- 2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito
- 3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años
- 4 Indicadores de *credit default swap*
- 5 Saldo de crédito al sector privado residente
- 6 Nuevo crédito al sector privado residente

Gráfico A.4 Riesgo inmobiliario

- 1 Evolución del mercado inmobiliario
- 2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda
- 3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción
- 4 Nuevo crédito destinado a vivienda

Gráfico A.5 Riesgo de liquidez y financiación

- 1 Diferencial entre el líbor-OIS a tres meses
- 2 Tipo de interés de las operaciones principales de financiación del BCE
- 3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas
- 4 Emisiones de renta fija
- 5 Emisiones de renta variable de empresas españolas
- 6 Ratio préstamo-depósitos para otros sectores residentes
- 7 Contratación de renta variable española
- 8 Diferenciales *bid-ask*

Gráfico A.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad

Bancos

- 1 *Return on equity* (ROE)
- 2 Ratio *cost to income*
- 3 Ratios de capital
- 4 Ratio de apalancamiento (*phase in*)

Aseguradoras

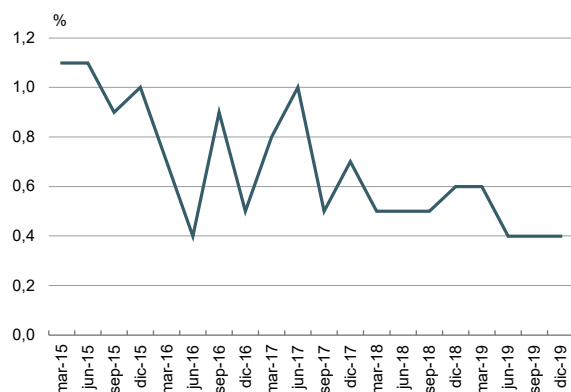
- 5 *Return on equity* (ROE)
- 6 Ratio combinado bruto no vida
- 7 Ratio de solvencia

Gráfico A.7 Riesgos estructurales e interconexiones

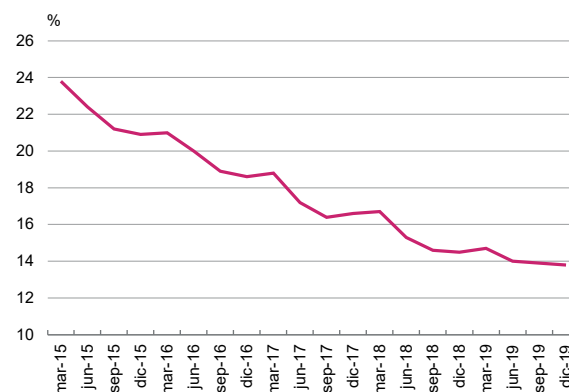
- 1 Evolución de activos del sector financiero
- 2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros
- 3 Fondos de inversión
- 4 Evolución de activos de aseguradoras y fondos de pensiones
- 5 Pasivos del sector bancario por sectores
- 6 Indicador de correlación entre clases de activos
- 7 Evolución del indicador de riesgo sistémico

Gráfico A.1 Riesgo macroeconómico

1 Crecimiento del PIB a precios constantes (a)



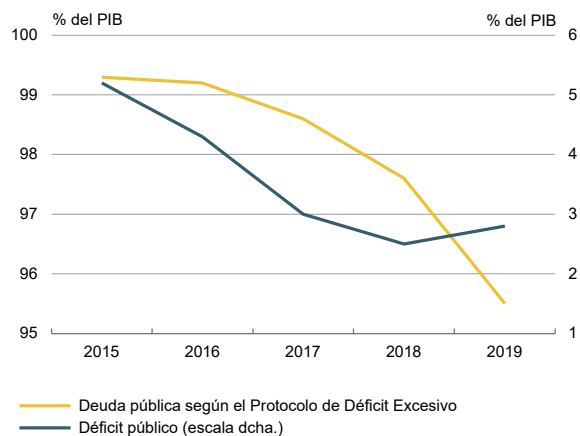
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos

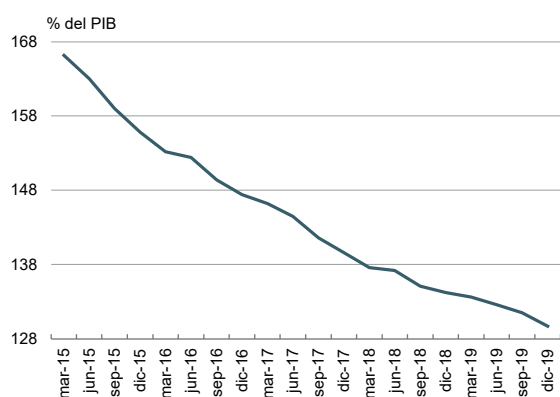


FUENTE: MINECO.

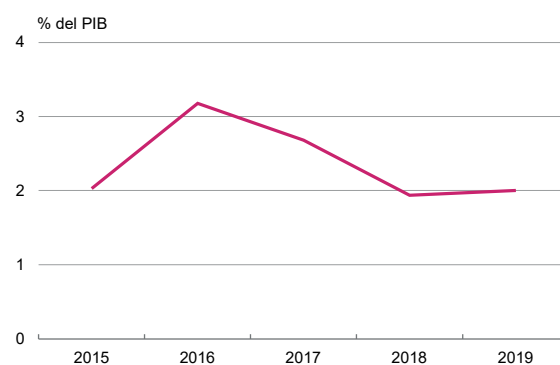
a Tasa de variación trimestral.
b Tasa de variación anual.

Gráfico A.1 Riesgo macroeconómico (cont.)

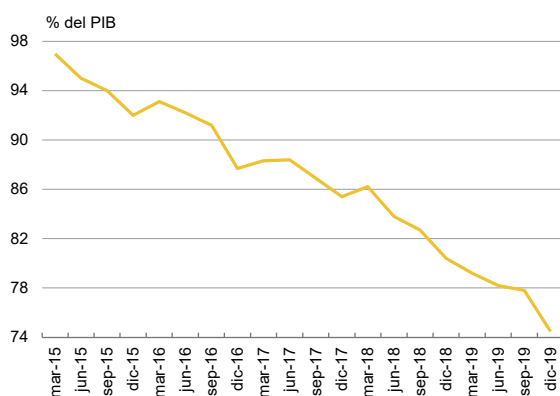
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



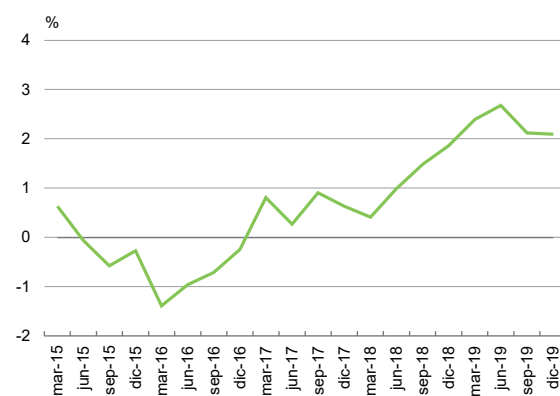
6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (CLU) (b)



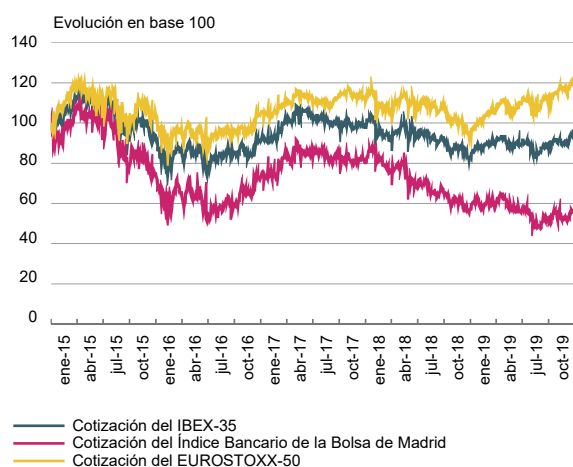
FUENTE: MINECO.

a Sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

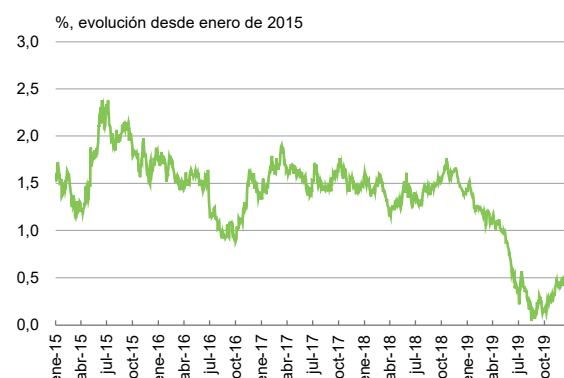
b Tasa de variación anual.

Gráfico A.2 Riesgo de mercado

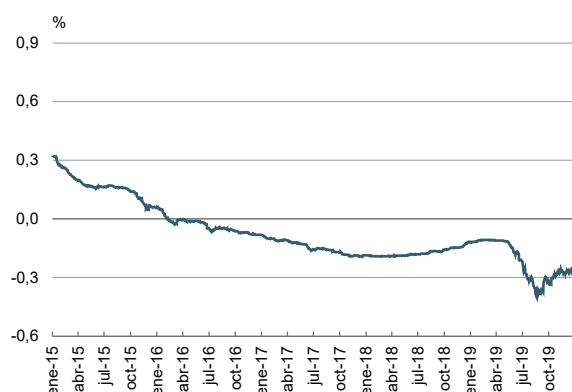
1 Mercados de renta variable



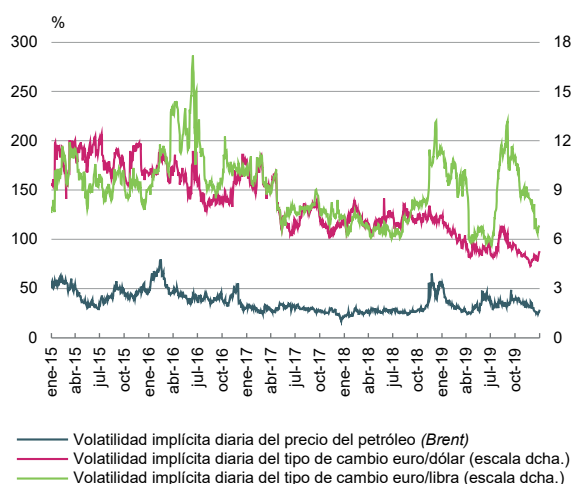
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



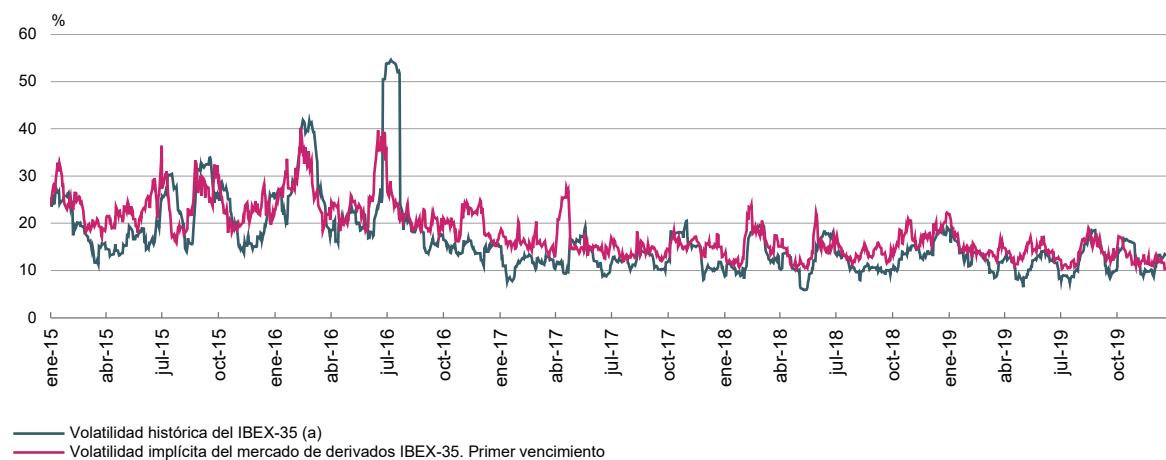
3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



5 Volatilidad del IBEX-35

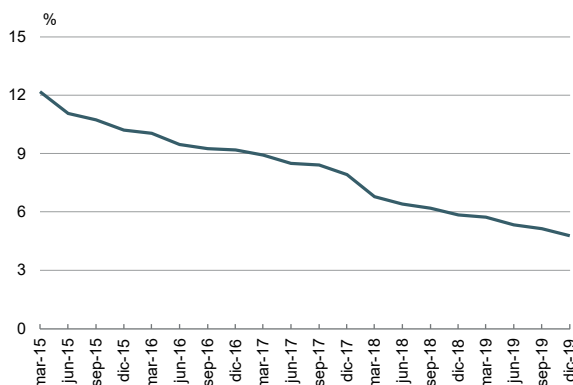


FUENTE: Datastream.

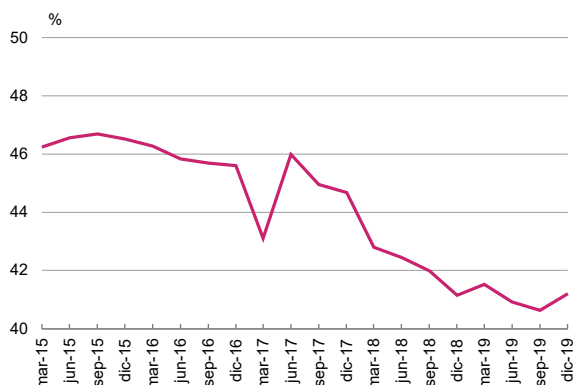
a El indicador de volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del IBEX-35 de 21 días.

Gráfico A.3 Riesgo de crédito

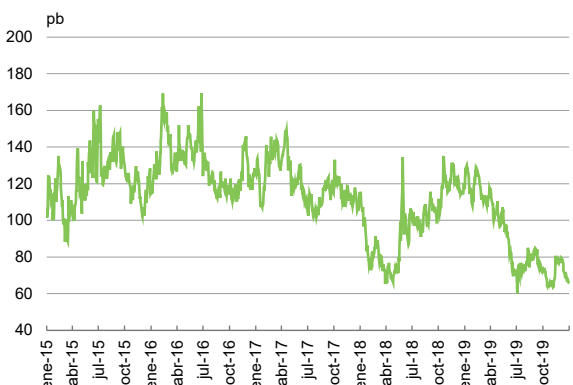
1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito (a)



2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito (a)



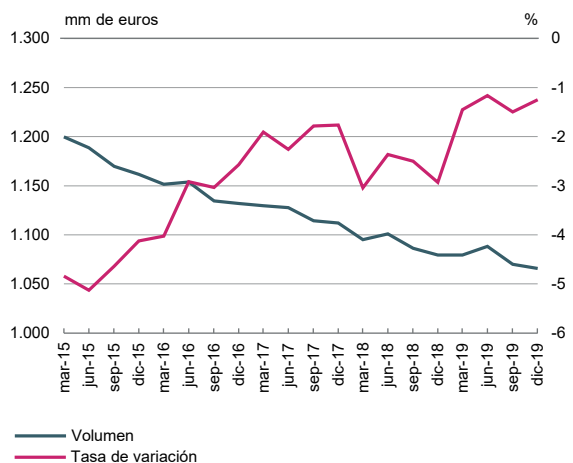
3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años



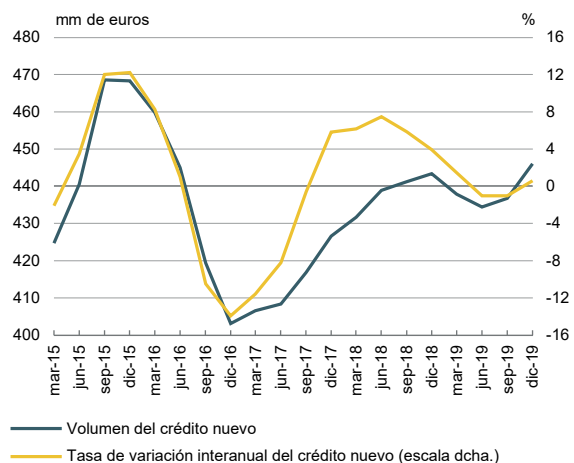
4 Indicadores de *credit default swap* (b)



5 Saldo de crédito al sector privado residente (c)



6 Nuevo crédito al sector privado residente (d)

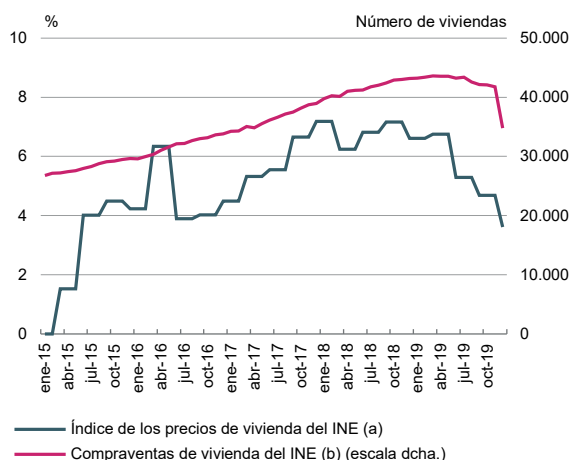


FUENTE: Banco de España.

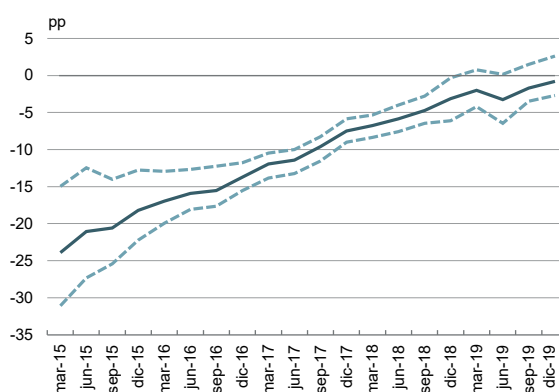
- a Datos individuales, negocios en España.
- b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX-35.
- c Hogares y sociedades no financieras.
- d Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A.4 Riesgo inmobiliario

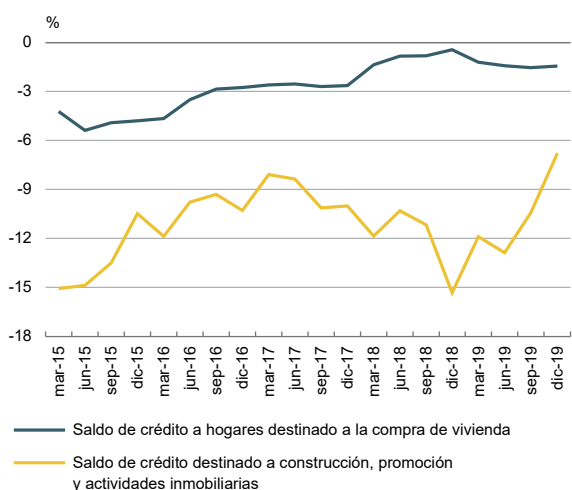
1 Evolución del mercado inmobiliario



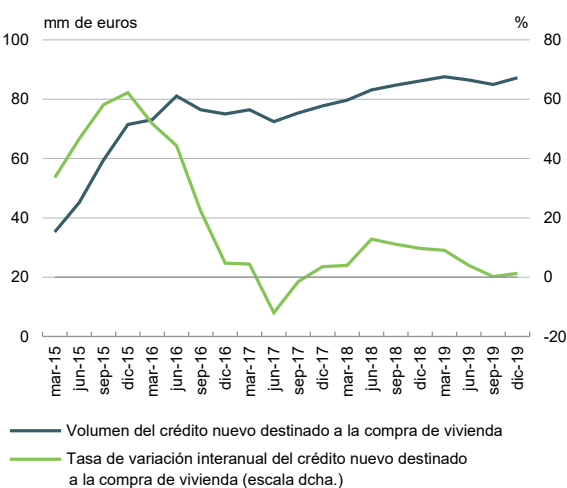
2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda (c)



3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción (d)



4 Nuevo crédito destinado a vivienda (e)



FUENTE: Banco de España.

a Tasa de variación anual.

b Media móvil de 12 meses.

c La línea continua y las líneas discontinuas representan, respectivamente, los valores promedio, mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda sobre ingreso disponible respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; iii) modelo econométrico de desequilibrio de los precios de la vivienda explicado por tendencias de largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio de largo plazo de los precios de la vivienda explicado por los precios de períodos anteriores, ingreso disponible, tipos de nuevas hipotecas y variables fiscales.

d Tasa de variación interanual.

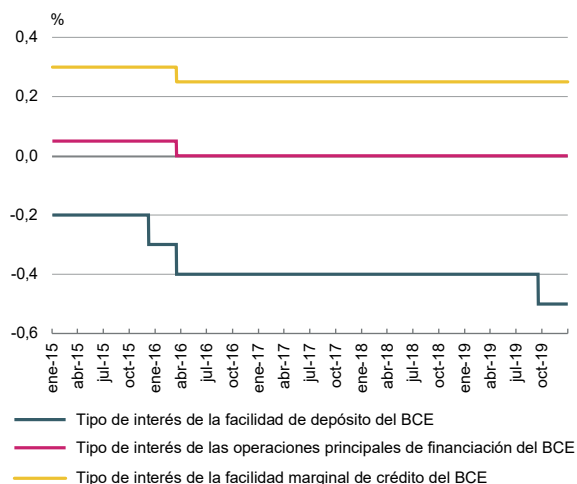
e Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A.5 Riesgo de liquidez y financiación

1 Diferencial entre el libor-OIS a tres meses



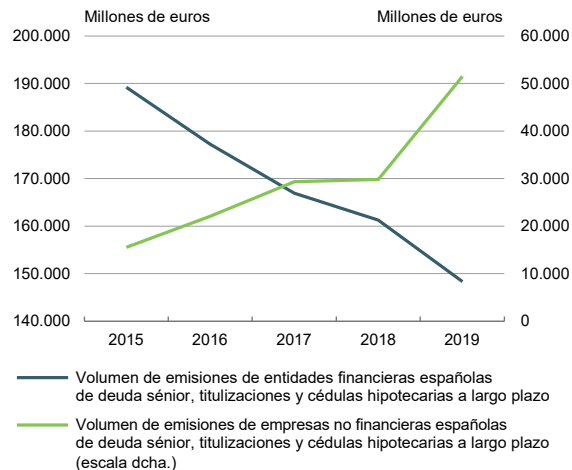
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas



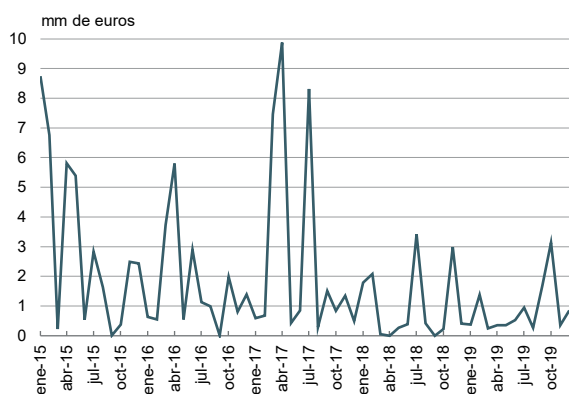
4 Emisiones de renta fija



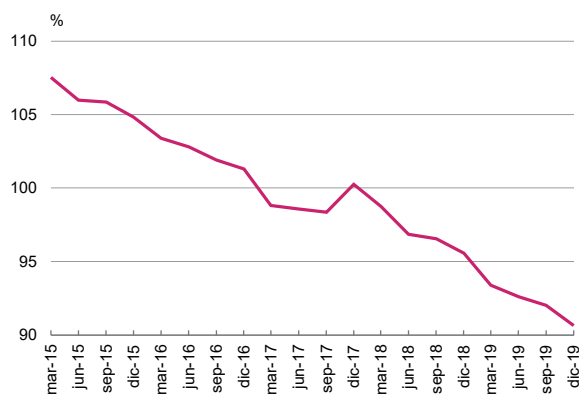
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Gráfico A.5 Riesgo de liquidez y financiación (a) (cont.)

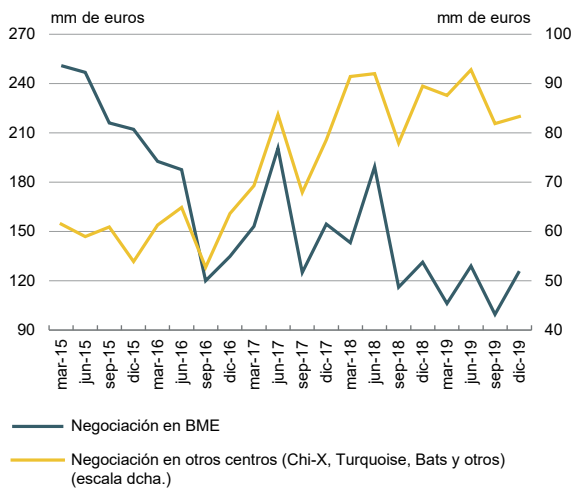
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



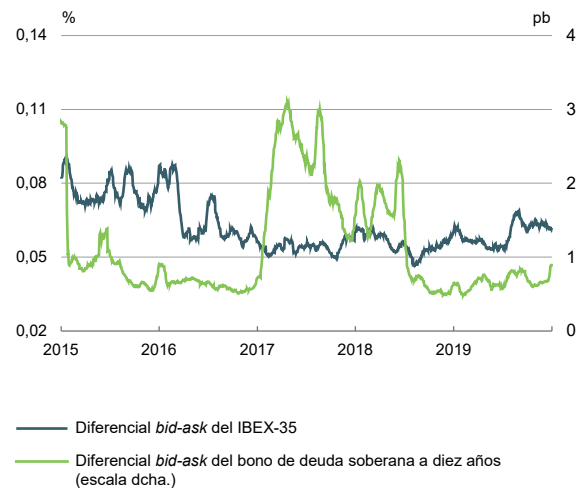
6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes



7 Negociación de renta variable española admitida en bolsas españolas



8 Diferenciales *bid-ask*



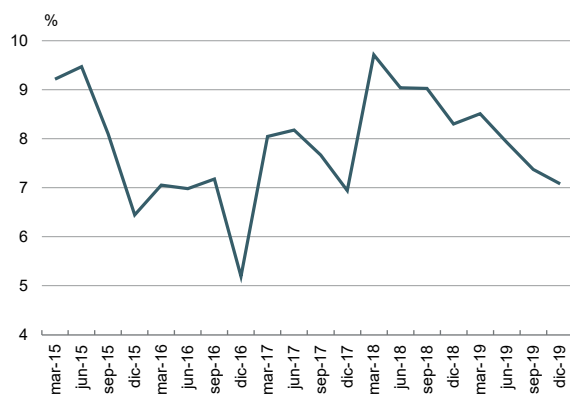
FUENTES: Comisión Nacional de Mercado de Valores y Banco de España.

a Hogares y sociedades no financieras.

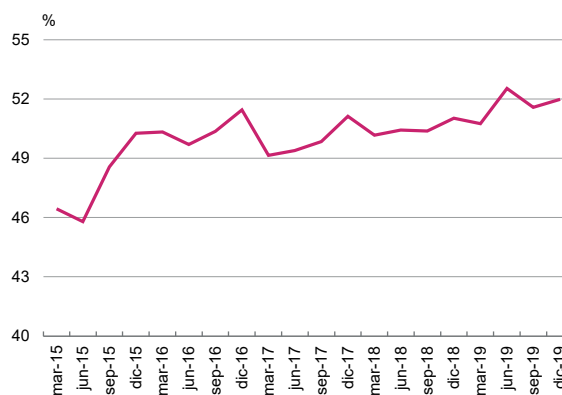
Gráfico A.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Bancos

Datos consolidados

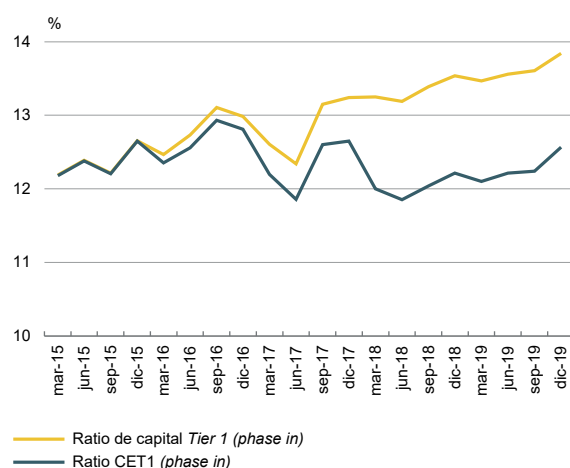
1 Return on equity (ROE) (a)



2 Ratio cost to income (b)



3 Ratios de capital



4 Ratio de apalancamiento (phase in)

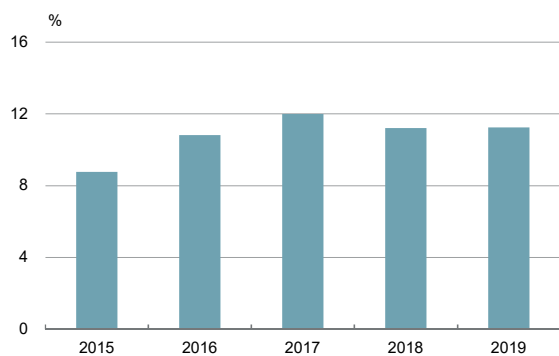


FUENTE: Banco de España.

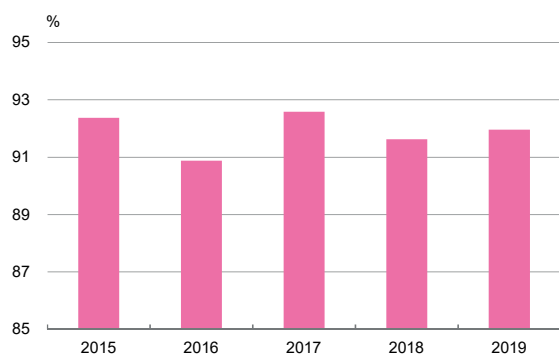
- a Resultado neto sobre patrimonio neto medio.
 b Gastos de explotación sobre margen bruto.

Gráfico A.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Aseguradoras (cont.)

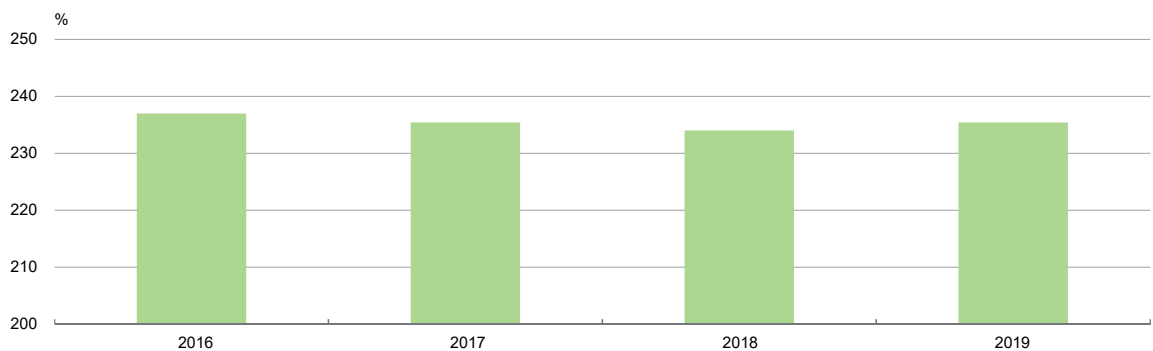
5 Return on equity (ROE)



6 Ratio combinado bruto no vida



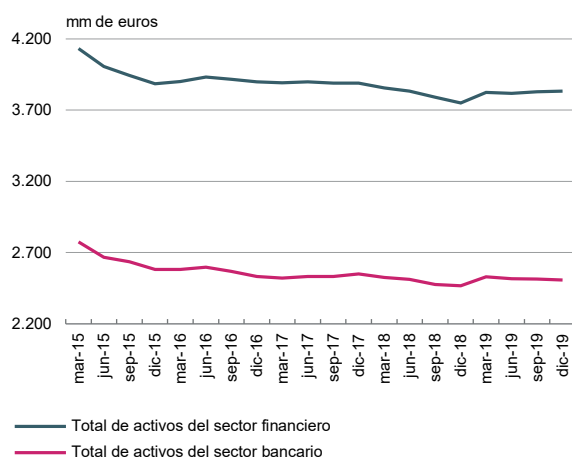
7 Ratio de solvencia



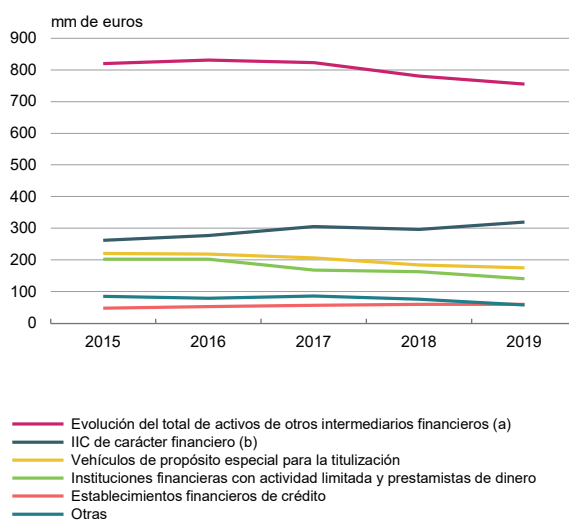
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A.7 Riesgos estructurales e interconexiones

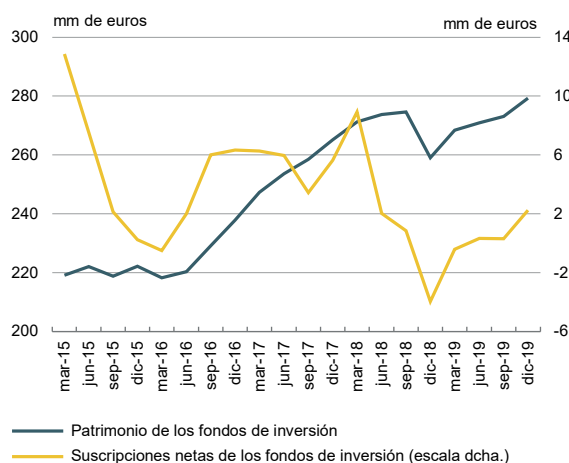
1 Evolución de activos del sector financiero



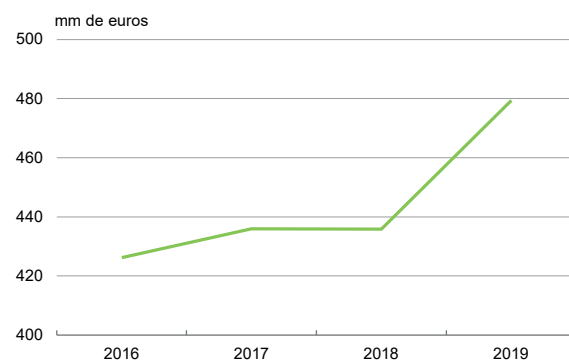
2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros



3 Fondos de inversión



4 Evolución de activos de aseguradoras y fondos de pensiones



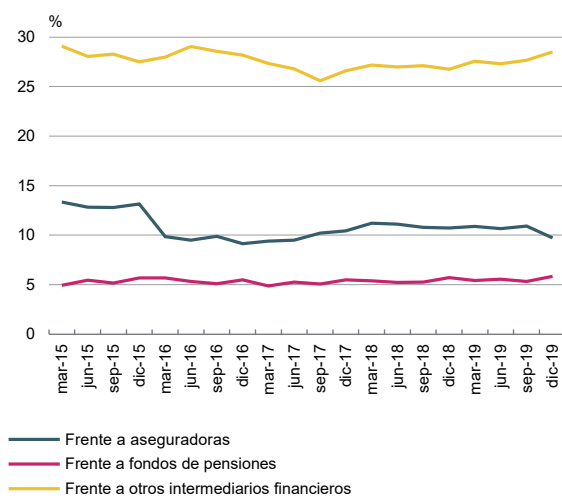
FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y Banco de España.

a Dato de 2019, provisional.

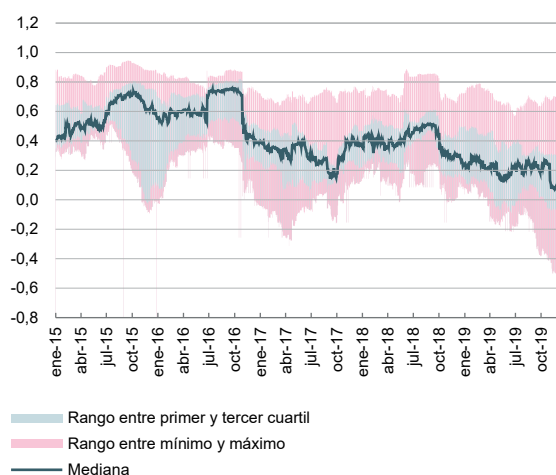
b Se incluyen los fondos de inversión (incluidos los fondos monetarios), las SICAV y las IIC de inversión libre.

Gráfico A.7 Riesgos estructurales e interconexiones (cont.)

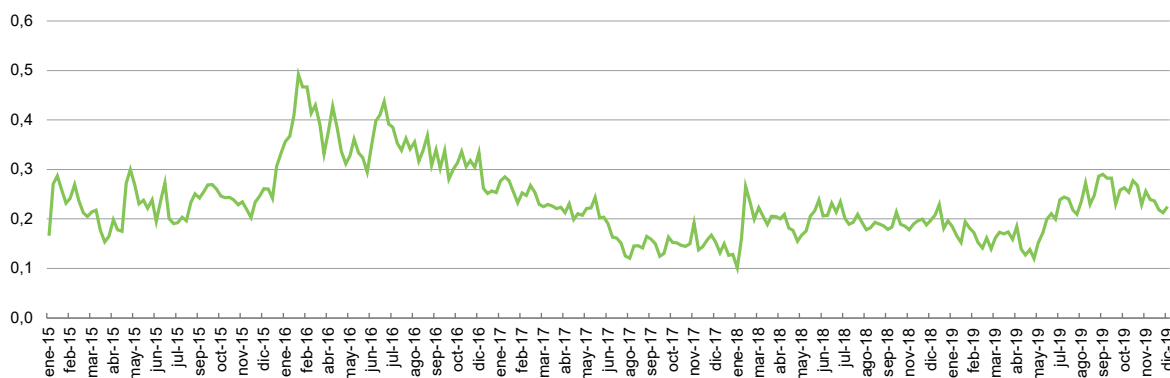
5 Pasivos del sector bancario por sectores (a)



6 Indicador de correlación entre clases de activos (b)



7 Evolución del indicador de riesgo sistémico (c)



FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- a Distribuciones en porcentaje sobre los pasivos totales frente al sector financiero.
- b El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del IBEX-35 de entidades financieras, de *utilities* y del resto de los sectores.
- c Se evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y se agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a períodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a períodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49, a períodos de estrés elevado.

Glosario

Glosario

ALM	<i>Asset Liability Management</i> (gestión de activos y pasivos)
AMCESFI	Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera
APP	<i>Asset Purchase Program</i> (programa de compra de activos)
APR	Activos ponderados por riesgo
ATM	Activos totales medios
BCBS	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
BCE	Banco Central Europeo
CCA	Colchón de capital anticíclico
CCC	Colchón de conservación de capital
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)
CLO	<i>Collateralized Loan Obligation</i> (obligación de préstamo garantizado)
CLU	Costes laborales unitarios
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Covid-19	<i>Coronavirus disease-2019</i> (enfermedad por coronavirus-2019)
CTEF	Comité Técnico de Estabilidad Financiera (AMCESFI)
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DI	Datos individuales
EBA	<i>European Banking Authority</i> (Autoridad Bancaria Europea)
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación)
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial
EPA	Encuesta de Población Activa
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance</i> (medioambientales, sociales y de gobernanza)
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> (Autoridad Europea de Valores y Mercados)
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i> (JERS)
Eur	Euros
FE	Función económica
FMI	Fondo Monetario Internacional
FSB	<i>Financial Stability Board</i>
GDP	<i>Gross Domestic Product</i> (PIB)
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo

ICO	Instituto de Crédito Oficial
IEF	<i>Informe de Estabilidad Financiera</i> (del Banco de España)
IFNB	Intermediación financiera no bancaria
IIC	Institución de inversión colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IPC	Índice de precios de consumo
IRS	Indicador de riesgo sistémico
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
LTRO	<i>Longer-Term Refinancing Operations</i> (operaciones de financiación a plazo más largo)
MINECO	Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital
mm	Miles de millones
NBFI	<i>Non-banking financial intermediation</i>
OEIS	Otra entidad de importancia sistémica
OIF	Otras instituciones financieras
OIS	<i>Overnight Interest Swap</i>
P2G	<i>Pillar 2 guidance</i> (recomendación de Pilar 2)
P2R	<i>Pillar 2 requirement</i> (requerimiento de Pilar 2)
pb	Puntos básicos
PIB	Producto interior bruto
PIIN	Posición de inversión internacional neta
pp	Puntos porcentuales
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ROF	Resultado de operaciones financieras
Sareb	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SFNB	Sector financiero no bancario
SFV	<i>Structured Finance Vehicle</i> (vehículo de propósito especial)
SGTFI	Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional
SHSS	<i>Securities Holdings Statistics by Sector</i>
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SNF	Sociedades no financieras
TR	Trimestre
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

Fecha de cierre: 15 de julio de 2020.

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

© Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación
Digital - Banco de España - Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2020
ISSN: 2660 - 4116