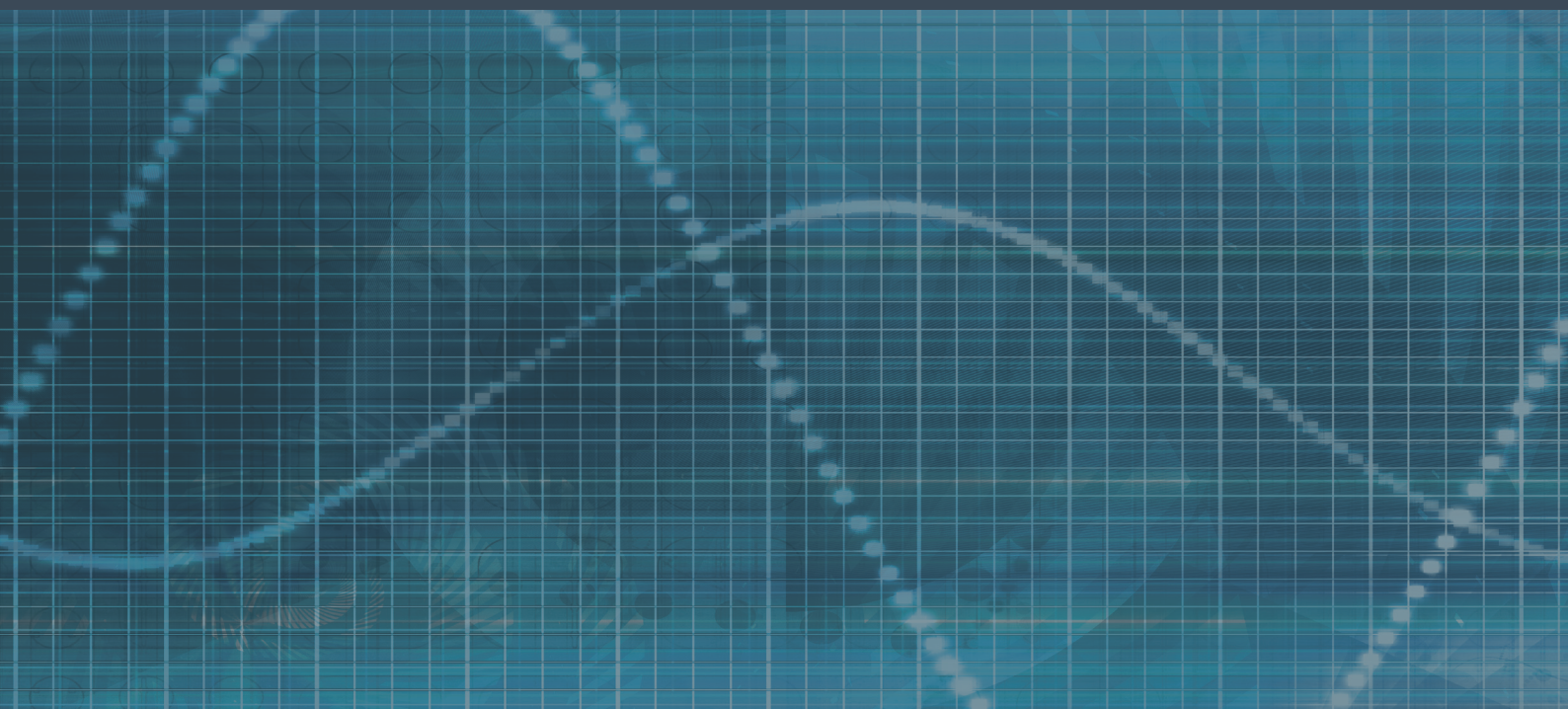


INFORME ANUAL

2020

AMCESFI | Autoridad Macropudencial
Consejo de Estabilidad Financiera



Índice

Sobre la AMCESFI **5**

Carta de presentación de la vicepresidenta primera del Gobierno
y ministra de Asuntos Económicos y Transformación Digital **7**

Capítulo 1. Actividades de la AMCESFI en 2020 **11**

Capítulo 2. Entorno macrofinanciero **17**

Capítulo 3. Evolución sectorial del sistema financiero **23**

3.1. Sector bancario **23**

3.2. Mercado de valores **34**

3.3. Intermediación financiera no bancaria **37**

3.4. Aseguradoras y fondos de pensiones **43**

Capítulo 4. Interconexiones en el sistema financiero **51**

Capítulo 5. Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico
relevantes para la AMCESFI **57**

Anejo 1. Tablero de indicadores estadísticos **65**

Anejo 2. Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI **79**

Glosario **85**

Sobre la AMCESFI

La Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) es la autoridad macroprudencial del sistema financiero español. Creada en 2019, 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, en el que también participan representantes de las tres autoridades nacionales 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 se compone de dos estructuras permanentes: un Consejo y un Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF). Por su configuración, la AMCESFI no está dotada de recursos humanos, materiales o financieros propios y sustenta su actividad en el apoyo técnico que recibe de sus instituciones miembros.

Figura 1 Estructura de la AMCESFI



FUENTE: AMCESFI.

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, 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.

Para más información sobre la AMCESFI, véase el sitio web www.amcesfi.es.

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



Nadia Calviño,
presidenta del Consejo
de la AMCESFI.

Estimado lector:

Hace ahora un año, cuando se publicó el *Informe Anual 2019*, me congratulaba por la aprobación del Real Decreto 102/2019, por el que se creaba la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera. La AMCESFI había nacido con el reto de velar por la estabilidad de nuestro sistema financiero y de prevenir riesgos sistémicos que pudieran tener efectos negativos sobre la economía real; pronto surgió la ocasión de mostrar su utilidad y lo necesario de su creación.

En efecto, en marzo de 2020 la economía española empezó a experimentar los primeros efectos de la pandemia global del COVID-19. La existencia entonces de una autoridad como la AMCESFI, funcionando a pleno rendimiento, era —y continúa siendo— una garantía para abordar los desafíos asociados a la nueva situación y para articular la respuesta del conjunto de las autoridades financieras en defensa del interés general y de la preservación de la estabilidad financiera.

La actividad en el seno de la AMCESFI ha sido intensa, reforzando la coordinación entre sus miembros y adentrándose en nuevas áreas de trabajo, a la vez que ha mantenido su vigilancia sobre el resto de los aspectos que ya ocupaban a la institución desde su creación en 2019. Para ello, el Consejo y el Comité Técnico de Estabilidad Financiera de la AMCESFI aumentaron notablemente la frecuencia de sus reuniones en 2020 respecto al año anterior. En todas ellas, las autoridades presentes han compartido análisis, identificado los riesgos y las vulnerabilidades más acuciantes, y han propuesto y debatido las medidas regulatorias, económicas y financieras más apropiadas para garantizar la estabilidad financiera, en plena coordinación con las autoridades del resto de los países de la Unión Europea (UE), y muy especialmente con nuestros socios de la zona del euro. En este sentido, cabe destacar que en 2020 la AMCESFI siguió todas las recomendaciones relevantes de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

2020 será recordado durante mucho tiempo como el año en el que todos tuvimos que poner lo mejor de nuestra parte para luchar contra los efectos económicos y sociales de la pandemia. Han sido unos meses durísimos desde el punto

de vista individual, tanto personal como profesional, pero también desde el punto de vista colectivo. A nivel macroeconómico, nuestro país sufrió una caída abrupta de la actividad, que requería de una respuesta rápida y coordinada por parte de todas las autoridades. En este sentido, la AMCESFI se ha revelado como uno foro clave para poder dar respuesta a los desafíos económicos a los que España se ha enfrentado a lo largo del año.

Mencionaba anteriormente que la AMCESFI nació con el objetivo de evitar que problemas sistémicos del sector financiero se trasladasen a la economía real. Durante este último año nos hemos encontrado ante el reto de evitar que los problemas en la economía real se trasladen al sistema financiero, y que estos, a su vez, se traduzcan en un daño estructural permanente. Para prevenirlo y permitir una recuperación rápida y completa, era fundamental y necesario, por un lado, desplegar una red de seguridad para ciudadanos y empresas, y, por otro, garantizar el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables y reforzar la resiliencia de las entidades financieras.

Para el primer objetivo, el Gobierno ha desplegado desde los primeros compases de la crisis medidas que equivalen al 18 % del PIB. Las medidas más relevantes desde el punto de vista cuantitativo son los avales públicos canalizados a través del Instituto de Crédito Oficial, que han movilizado a través de las entidades de crédito más de 122 mm de euros de financiación, y el apoyo público a los expedientes de regulación temporal de empleo. No menos importantes han sido la prestación extraordinaria para los trabajadores autónomos, las moratorias bancarias, fiscales y de Seguridad Social, y otras moratorias y exenciones.

Además de las redes de seguridad mencionadas, son claves las medidas de solvencia aprobadas en marzo de 2021, con las que prevemos movilizar 11 mm de euros más de fondos públicos para proteger y apoyar a aquellas empresas y sectores más afectados por la pandemia y que son fundamentalmente viables.

Para garantizar unas condiciones de financiación favorables, además de los programas de avales, cabe destacar la decidida respuesta de las autoridades de la UE (en particular, el Banco Central Europeo a través de sus actuaciones de política monetaria).

Para reforzar la resiliencia de las entidades financieras, en 2020 se llevaron a cabo numerosas actuaciones coordinadas a nivel global y de la UE para flexibilizar y relajar temporalmente determinados requerimientos prudenciales y operativos. La Comisión Europea —en materia regulatoria—, la Junta Europea de Riesgo Sistémico —en el ámbito del análisis y la política macroprudencial— y la supervisión bancaria del BCE y de las tres autoridades supervisoras europeas (EBA, EIOPA y ESMA) —en el terreno microprudencial— desempeñaron un papel fundamental en la promoción y aplicación uniforme de medidas en respuesta al COVID-19. A través de sus regulaciones, recomendaciones y orientaciones, las autoridades supervisoras nacionales implementaron diversas

medidas, como las encaminadas a reforzar la capitalización de las entidades financieras mediante restricciones a la distribución de beneficios y políticas más prudentes de remuneración variable.

Otras iniciativas muy importantes de la UE, que se han logrado articular en un intervalo breve de tiempo, han sido la línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad, el instrumento de apoyo al empleo SURE de la Comisión Europea, el Fondo Paneuropeo de Garantías del Banco Europeo de Inversiones y el paquete integral de recuperación europeo, que incluye el instrumento *Next Generation EU*. En esta respuesta rápida, firme y contundente debemos ver una confirmación de que gobiernos e instituciones hemos aprendido las lecciones de la crisis financiera global de 2008 y de la posterior crisis de deuda soberana del área del euro.

Además de los problemas derivados del COVID-19, la estabilidad financiera tiene también otros desafíos heredados del mundo previo a la pandemia y que la AMCESFI no ha dejado de monitorizar. Así, cabe resaltar los que se derivan de la profunda transformación del sector financiero provocada por la entrada en el mercado de nuevos competidores, ligados fundamentalmente al sector tecnológico, y del entorno de bajos tipos de interés, que supone un reto en términos de obtención de rentabilidad para los distintos operadores financieros.

Igualmente, la actividad de la AMCESFI durante 2020 muestra un marcado interés por las transformaciones estructurales que se están produciendo en el sector financiero y por sus implicaciones sobre la estabilidad financiera. Esto incluye el desarrollo de criptodivisas, el proyecto del euro digital o el espacio controlado de pruebas (*sandbox* financiero), con el que España se pone a la vanguardia de la transformación digital del sistema financiero. Todos estos temas, junto con otros, como la evaluación del riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y las políticas para combatirlo, nos seguirán ocupando en los próximos años.

1 Actividades de la AMCESFI en 2020

El segundo año de actividad de la AMCESFI ha estado marcado, de manera fundamental, por la pandemia del COVID-19. El estallido de la crisis sanitaria en marzo de 2020 y la subsiguiente adopción de las necesarias medidas públicas para la contención de la pandemia han tenido un profundo y complejo impacto sobre la economía —española, europea y mundial—. En respuesta a los desafíos planteados por los cambios en el entorno macrofinanciero, la AMCESFI intensificó significativamente sus actividades regulares, reorientando sus prioridades de trabajo y reforzando su labor de coordinación e intercambio de información entre sus miembros.

En 2020, el Consejo de la AMCESFI y su órgano de asesoramiento —el CTEF— incrementaron la frecuencia de sus reuniones para estrechar la vigilancia de la situación generada por la pandemia. El Consejo y el CTEF celebraron un total de diecisiete sesiones durante el ejercicio (frente a las seis de 2019). En estas reuniones se abordaron, a partir de los últimos datos disponibles en cada momento, los principales riesgos y vulnerabilidades sistémicas identificadas, la evolución de la situación macrofinanciera, el comportamiento de las principales variables de actividad, y la rentabilidad y solvencia por sectores del sistema financiero (con especial atención al bancario). En el Consejo y en el CTEF se pusieron en común numerosas iniciativas regulatorias y de política económica y financiera planteadas a diversos niveles institucionales, como las medidas de apoyo al sector privado del Gobierno de España para hacer frente al impacto económico derivado del COVID-19 y las actuaciones llevadas a cabo por los supervisores sectoriales en coordinación con las autoridades de otros países a escala europea.

La AMCESFI, a través del CTEF, recibió siete comunicaciones de propuestas de medidas de política macroprudencial en 2020. De conformidad con el artículo 16 del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo¹, el Banco de España notificó a la AMCESFI seis medidas macroprudenciales relativas a entidades de crédito: cuatro medidas trimestrales del colchón de capital anticíclico (CCA) aplicable a las exposiciones crediticias ubicadas en España y dos medidas anuales de identificación de entidades de importancia sistémica mundial y nacional y de fijación de sus colchones de capital asociados (véase el apartado 3.1). La CNMV también notificó la decisión de restringir temporalmente la realización de operaciones que conllevaran la constitución o el incremento de posiciones netas cortas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación para los que la CNMV fuera la autoridad competente. Las medidas propuestas por el Banco de España no implicaron cambios de diseño o de calibración con respecto

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.

a las medidas previamente vigentes para dichos instrumentos y la adoptada por la CNMV requería una aplicación inmediata, por lo que la AMCESFI no estimó necesario adoptar una opinión para ninguna de ellas.

En 2020, la AMCESFI no estimó necesario emitir alertas o recomendaciones sobre factores de riesgo sistémico para la estabilidad financiera en España, pero a través de sus miembros fue partícipe de la respuesta coordinada a nivel europeo y global por diversos organismos y foros. En el contexto generado por la irrupción del COVID-19, la política macroprudencial —que tiene como objetivo fundamental prevenir y mitigar crisis de origen endógeno al propio sistema financiero— presentaba un margen muy limitado de actuación para amortiguar el impacto de las perturbaciones derivadas de la pandemia. Estos impactos han afectado en primera instancia a los sectores no financieros, circunstancia que justifica la necesidad de emplear otro tipo de políticas —como la fiscal o la monetaria— como líneas de defensa para hacer frente a la crisis económica. La sincronía y la transversalidad de las perturbaciones generadas por la pandemia entre jurisdicciones han puesto de relevancia la importancia de la coordinación de actuaciones y de orientaciones de políticas, como las promovidas² a nivel global por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea³, y, a nivel europeo, por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE), la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS)⁴, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés). Todas las instituciones miembros de la AMCESFI han estado involucradas en las discusiones y trabajos preparatorios de las iniciativas aprobadas (véanse los capítulos 2 y 3).

En 2020, la AMCESFI siguió todas las recomendaciones relevantes de la JERS, que emite regularmente recomendaciones dirigidas a las autoridades macroprudenciales nacionales de los Estados miembros la Unión Europea (UE). En algunas de estas recomendaciones, por razón del tema tratado, la AMCESFI es el destinatario único por España, mientras que, en otros casos, la AMCESFI es destinatario conjunto con alguno(s) de los supervisores sectoriales. Caso a caso, las autoridades destinatarias deben evaluar el alcance y la materialidad de cada recomendación y, en consecuencia, decidir sobre las actuaciones apropiadas que seguir para su cumplimiento —actuaciones que deberán ser posteriormente explicadas a la JERS—. En el capítulo 5 de este Informe se ofrece información más detallada sobre esta área de trabajo regular para la AMCESFI.

² Para un compendio detallado de las actuaciones macroprudenciales acordadas a nivel internacional y de la UE, véase el artículo «La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del COVID-19» de R. Anguren, L. Gutiérrez de Rozas, E. Palomeque y C. J. Rodríguez García, *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 39, otoño de 2020.

³ El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está presidido por el gobernador del Banco de España.

⁴ El Comité Técnico Consultivo de la Junta Europea de Riesgo Sistémico está presidido por el gobernador del Banco de España.

La AMCESFI siguió sirviendo de *hub* para la compartición de informes y publicaciones sobre estabilidad financiera y política macroprudencial de sus miembros. El CTEF fue puntualmente informado del *Informe de Estabilidad Financiera* (semestral) del Banco de España y de las *Notas de Estabilidad Financiera* (trimestrales) de la CNMV (para más detalles, véase el anejo 2). La AMCESFI también tuvo acceso al último informe que, anualmente, remite el Banco de España a las Cortes Generales sobre el ejercicio de pruebas de resistencia al que somete a las entidades de depósito españolas bajo su supervisión directa⁵.

La AMCESFI creó en 2020 dos subcomités temporales para abordar dos áreas de trabajo que han sido identificadas como de especial relevancia. El Consejo de la AMCESFI, a propuesta del CTEF, acordó en noviembre de 2020 constituir un Subcomité de Interconexiones y un Subcomité de Medidas COVID-19, ambos compuestos por personal experto de cada una de las instituciones que la componen, con el fin de informar las discusiones de los órganos de la AMCESFI en dos áreas de trabajo de elevado contenido técnico y especializado.

El Subcomité de Interconexiones de la AMCESFI recibió el mandato de analizar las interconexiones directas e indirectas entre subsectores y entidades del sistema financiero español, con atención especial a las interconexiones con entidades de importancia sistémica. Los trabajos de este subcomité, liderado por el jefe de la División de Política Macroprudencial del Banco de España, se recogen en el capítulo 4 de este Informe.

El Subcomité de Medidas COVID-19 de la AMCESFI fue creado con el objetivo de desarrollar un marco analítico para la evaluación de las posibles implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, los programas de garantías públicas y otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia del COVID-19. En cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/8, la AMCESFI debe reportar trimestralmente a la JERS información estandarizada sobre este tipo de medidas en nuestro país y hacer seguimiento regular de indicadores clave, realizando un seguimiento tanto de los elementos de diseño y la adopción de estas medidas como del flujo de crédito a la economía real y la situación del sistema financiero. El recuadro del capítulo 5 describe los trabajos de este subcomité, que ha sido coordinado por la directora del Gabinete Técnico y de Análisis Financiero de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional (SGTFI).

La AMCESFI también trató otros asuntos —desvinculados de la pandemia— que fueron relevantes en 2020. Entre los temas objeto de deliberación por la AMCESFI, cabe destacar los desarrollos concernientes a criptodivisas, el espacio controlado de pruebas (*sandbox* financiero), el proyecto de euro digital, la sustitución de índices bancarios de referencia en contratos financieros, así como los principales

⁵ Informe preparado y remitido de conformidad con la obligación prevista en el artículo 79 de la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2020

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el Consejo
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Vicepresidenta tercera y ministra	Nadia María Calviño Santamaría	Presidenta
Banco de España	Gobernador	Pablo Hernández de Cos	Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Presidente	Rodrigo Buenaventura Canino	Miembro
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Montserrat Martínez Parera	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa	Ana de la Cueva Fernández	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	Sergio Álvarez Camiña	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Secretario general del Tesoro y Financiación Internacional	Carlos San Basilio Pardo	Secretario

FUENTE: AMCESFI.

avances acontecidos en los comités y foros internacionales y de la UE de ámbito macroprudencial en los que participan las instituciones representadas en la AMCESFI.

La AMCESFI también abordó cuestiones de gobernanza interna. En 2020 concluyeron los trabajos de preparación de un reglamento de régimen interno donde se desarrollan las reglas básicas de organización y funcionamiento del Consejo y el CTEF, según lo previsto en el artículo 3.8 del Real Decreto 102/2019, como las convocatorias y la asistencia a sesiones o determinados aspectos de gestión documental. El Reglamento Interno de la AMCESFI será revisado con frecuencia trienal.

En 2020 hubo varios cambios de membresía en los órganos de la AMCESFI. En diciembre de 2020, Rodrigo Buenaventura⁶ —hasta entonces director general de Mercados de la CNMV y miembro del CTEF— fue nombrado presidente de la CNMV, convirtiéndose así en miembro del Consejo de la AMCESFI en sustitución de Sebastián Albella. En paralelo, la nueva vicepresidenta de la CNMV, Montserrat Martínez⁷, reemplazó a su predecesora, Ana Martínez-Pina, como miembro en el Consejo y en el CTEF de la AMCESFI. Previamente, con la entrada en vigor

⁶ Real Decreto 1137/2020, de 15 de diciembre, por el que se nombra presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a don Rodrigo Buenaventura Canino.

⁷ Real Decreto 1138/2020, de 15 de diciembre, por el que se nombra vicepresidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a doña Montserrat Martínez Parera.

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2020

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el CTEF
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Presidenta
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Secretario general del Tesoro y Financiación Internacional	Carlos San Basilio Pardo	Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Montserrat Martínez Parera	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Director general del Tesoro y Política Financiera	Pablo de Ramón-Laca Clausen	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	Sergio Álvarez Camiña	Miembro
Banco de España	Director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución	Ángel Estrada García	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 (interino)	Jorge Pereiro Couceiro	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Entidades	José María Marcos Bermejo	Miembro

FUENTE: AMCESFI.

del Real Decreto 403/2020, del 25 de febrero⁸, Carlos San Basilio, secretario general del Tesoro y Financiación Internacional, se había convertido en secretario del Consejo de la AMCESFI, sucediendo en este cometido a José Luis Gómara, abogado del Estado de la SGTFI. También en febrero, Ángel Estrada, en razón de su nombramiento⁹ como director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución del Banco de España, tomó el relevo de Jesús Saurina como miembro y secretario del CTEF. El último cambio registrado en 2020 fue el de Jorge Pereiro, director general de Mercados (interino) de la CNMV desde diciembre, que se incorporó al CTEF como miembro, en sustitución de Rodrigo Buenaventura.

La AMCESFI publicó en 2020 su primer *Informe Anual*, referido a 2019, que fue preceptivamente presentado en sede parlamentaria. La AMCESFI publicó su *Informe Anual 2019* el 31 de julio de 2020, en su nueva página web (www.amcesfi.es), estrenada en esa misma fecha. De conformidad con el

⁸ Real Decreto 403/2020, de 25 de febrero, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

⁹ «Ángel Estrada, nuevo director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución», nota de prensa del Banco de España de 24 de febrero de 2020.

artículo 20 del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, la presidenta del Consejo de la AMCESFI dio cuenta del *Informe Anual* ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados el 3 de septiembre de 2020. La versión en inglés¹⁰ del *Informe Anual* fue posteriormente difundida en la página web de la AMCESFI, el 25 de septiembre de 2020.

En el corto y medio plazo, la prioridad de trabajo de la AMCESFI seguirá centrada en el estrecho seguimiento de la situación macrofinanciera. Las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo implementadas en respuesta al COVID-19 representan un área de análisis central y compartido por todas las autoridades macroprudenciales nacionales en la UE. Por otra parte, la AMCESFI mantiene su compromiso con los asuntos relacionados con el cambio climático y su impacto sobre el sistema financiero, y contribuirá a coordinar al Banco de España, la CNMV y la DGSFP para que conjuntamente elaboren un informe bienal previsto en la *Ley 7/2021*, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética¹¹.

¹⁰ *AMCESFI Annual Report 2019*.

¹¹ El artículo 33.1 estipula 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 el grado de alineamiento con las metas climáticas del Acuerdo de París y de la normativa de la Unión Europea basado en escenarios futuros y 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). El informe recogerá las propuestas que, en su caso, considere necesarias para mitigar el riesgo y será publicado y remitido al Congreso de los Diputados y al Senado».

2 Entorno macrofinanciero

Principales macromagnitudes

La economía mundial y española experimentaron una fuerte contracción en 2020. La pandemia frustró todas las expectativas de crecimiento, provocando el mayor retroceso de la economía mundial desde la Segunda Guerra Mundial. El PIB mundial se redujo un 3,3% en 2020, según el Fondo Monetario Internacional, después de haber registrado un crecimiento del 2,8% en 2019, que marcaba una desaceleración por segundo ejercicio consecutivo. La caída fue mayor en las economías desarrolladas (–4,7%) que en las economías en desarrollo y emergentes (–2,2%), pero en este último grupo las diferencias son notables: entre el –7% de Latinoamérica y el Caribe —la región más afectada— y el crecimiento del 2,3% de China. En el área del euro, el impacto fue muy significativo, registrándose una contracción del PIB del 6,6%, tras un crecimiento del 1,3% en 2019. En España, el impacto fue aún más pronunciado, con un descenso del 10,8%, después de haber crecido un 2% en 2019, por encima de la media del área del euro (véase el gráfico A.1.1 del anejo 1).

En España, la tasa de desempleo interrumpió su senda descendente. Como consecuencia de la pandemia, el desempleo alcanzó en España el 16,1% a finales de 2020, ligeramente por debajo del tercer trimestre, pero por encima del 13,8% con el que acabó 2019. Las medidas de apoyo a la economía y al mercado laboral redujeron el impacto de la pandemia en el empleo. Los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) han permitido introducir mayor flexibilidad en las empresas más afectadas por la crisis sanitaria. A finales de diciembre de 2020, el 4,7% de los asalariados estaban afectados por un ERTE. La productividad disminuyó en 2020 cerca del 3,7%, en contraste con su comportamiento ligeramente negativo de 2019. La inflación, medida a partir del índice armonizado de precios de consumo, se mantuvo en niveles negativos durante buena parte del ejercicio (desde abril), finalizando 2020 en el –0,6% (frente al 0,8% registrado en diciembre del año anterior).

La capacidad de financiación de España en 2020 se situó en el 1,1% del PIB. La capacidad de financiación es positiva desde el cuarto trimestre de 2012. La evolución en los últimos años había permitido moderar una de las principales vulnerabilidades de la economía española —la posición de inversión internacional neta deudora—, que se había ido reduciendo hasta alcanzar el 71,4% del PIB a finales del primer trimestre de 2020. Sin embargo, desde esa fecha ha aumentado, hasta cerrar 2020 en el 84,4%.

El déficit público en España se situó en el 11% del PIB al cierre de 2020. Este dato supuso un fuerte incremento respecto al año anterior (2,9%), como consecuencia de la pandemia y de las medidas aprobadas para contrarrestar

sus efectos adversos sobre la economía española. En consecuencia, la ratio deuda pública/PIB interrumpió la senda descendente que había iniciado en 2015, pasando del 95,5 % en 2019 al 120 % en 2020. Esta evolución ha sido similar a escala global, debido a las medidas adoptadas por los Gobiernos para luchar contra los efectos de la pandemia, que han llevado al déficit público a escala mundial al 12,1 % del PIB (2,9 % en 2019), mientras que la deuda pública se habría elevado hasta el entorno del 100 % del PIB, es decir, 14 puntos porcentuales (pp) por encima del nivel de 2019.

Mercados de renta variable

2020 fue un año turbulento en las bolsas, con resultados dispares al final de este en Europa y en Estados Unidos. Pese a un buen arranque bursátil en 2020, la expansión del COVID-19 generó fuertes pérdidas en los mercados de renta variable entre mediados de febrero y mediados de marzo. A partir de entonces, las bolsas comenzaron a recuperarse y las nuevas presiones bajistas provocadas por la segunda ola del virus y por los temores a nuevas restricciones se vieron compensadas por la puesta en marcha del programa de vacunación y otros hitos positivos, como el acuerdo alcanzado con el Reino Unido para las relaciones futuras con la UE y la aprobación en Estados Unidos de un nuevo paquete de estímulos por valor de 900 mm de dólares.

En cualquier caso, el balance en 2020 ha sido negativo para Europa, siendo el DAX de la bolsa de Fráncfort el único índice que ha logrado finalizar el año con subidas y alcanzar máximos históricos. A pesar de que los selectivos español e italiano eran los que mayores ganancias presentaban en Europa a 19 de febrero de 2020, cuando comenzaron a detectarse los primeros casos del COVID-19, sus caídas fueron mayores que las del resto de los índices bursátiles europeos. La fuerte ponderación del sector bancario en ambos índices (especialmente perjudicado por la pandemia), los bajos tipos de interés, las restricciones al reparto de dividendos y los mínimos alcanzados por las rentabilidades de deuda pública, junto con la escasa representatividad de valores tecnológicos y la presencia de valores turísticos, explicarían los descensos tanto en el MIB como en el IBEX, que terminó el año cediendo más de un 15 % y situándose por debajo de los 8.100 puntos. A nivel sectorial, los sectores relacionados con el ocio y el turismo (-16 %) y el bancario (-23 %) han sido los más perjudicados por la pandemia a nivel europeo (STOXX Euro 600), mientras que los valores tecnológicos (+14 %) y las *utilities* (+8 %) han mostrado un mejor comportamiento.

Las bolsas estadounidenses finalizaron 2020 en máximos históricos y, salvo Hong Kong, las bolsas asiáticas también lograron acabar el año con ganancias. La aprobación del nuevo paquete de estímulos fiscales sirvió de impulso para los principales índices de Estados Unidos a finales de año. Destacan muy especialmente las subidas del Nasdaq —superiores al 43 %— por el fuerte

impulso de las compañías tecnológicas. Por otro lado, el Nikkei subió un 16 % (alcanzando niveles no registrados en las tres últimas décadas), Shanghái casi un 12 % y Seúl más de un 30 %. La bolsa de Hong Kong se vio lastrada por un informe según el cual las autoridades chinas investigarían a la compañía Alibaba por conductas de monopolio.

Mercados de renta fija

Las rentabilidades de los bonos soberanos del área del euro se redujeron de manera muy notable en 2020. La rentabilidad del bono alemán a diez años descendió 40 puntos básicos (pb), cerrando el año en el -0,59 %; el bono a diez años español terminó el ejercicio en el 0,06 % (-41 pb), y el bono a diez años italiano en el 0,54 % (-89 pb), alcanzándose mínimos históricos en la mayoría de los países. A lo largo de 2020 se pueden distinguir tres períodos. Durante las primeras semanas del año, se registró un generalizado descenso de las rentabilidades europeas, derivado de la aparición del coronavirus en China. En marzo, la irrupción de la pandemia en Europa y la aprobación de medidas restrictivas de la actividad económica provocaron una escalada de las primas de riesgo, mayor en el caso de los países del sur de Europa, ante las expectativas de un considerable incremento de su endeudamiento. Las subsiguientes medidas aprobadas por el BCE consiguieron atemperar el comportamiento de las rentabilidades, movimiento que se consolidó con el respaldo del Consejo Europeo al Plan de Reconstrucción en abril de 2020, iniciándose una senda bajista que se mantuvo durante el resto del año, sustentada también por el progreso de la investigación médica de las vacunas y las previsiones acerca del inicio de las campañas de vacunación.

Al cierre de 2020 el diferencial del bono español se redujo ligeramente con respecto al nivel previo a la pandemia. En el conjunto del año, descendió 2 pb, situándose en 64 pb, compensando la subida registrada en el período inicial de la pandemia. Tampoco fueron significativas las reducciones en los países centrales del área del euro. Por el contrario, la deuda soberana de Grecia y de Italia vieron descender significativamente sus diferenciales (-40 pb, hasta 124 pb, para Grecia, y -49 pb, hasta 113 pb, para Italia) como consecuencia de los programas de compras de activos del BCE .

La deuda corporativa también se vio afectada por las perturbaciones derivadas del coronavirus. Al igual que lo observado con la deuda soberana, en la evolución de tipos de interés de deuda corporativa pueden distinguirse tres períodos: i) senda decreciente al inicio de 2020, por la búsqueda de rentabilidad; ii) fuerte aumento en marzo, por la incertidumbre que supuso la irrupción del COVID-19, con unas ventas masivas que provocaron un fuerte repunte de las rentabilidades (600 pb en la deuda de grado especulativo), y iii) reversión gradual a partir de finales de marzo, gracias al respaldo de las actuaciones de política monetaria del BCE. Las rentabilidades alcanzaron

mínimos históricos, impulsadas por la renovada entrada de inversores a la búsqueda de rentabilidad.

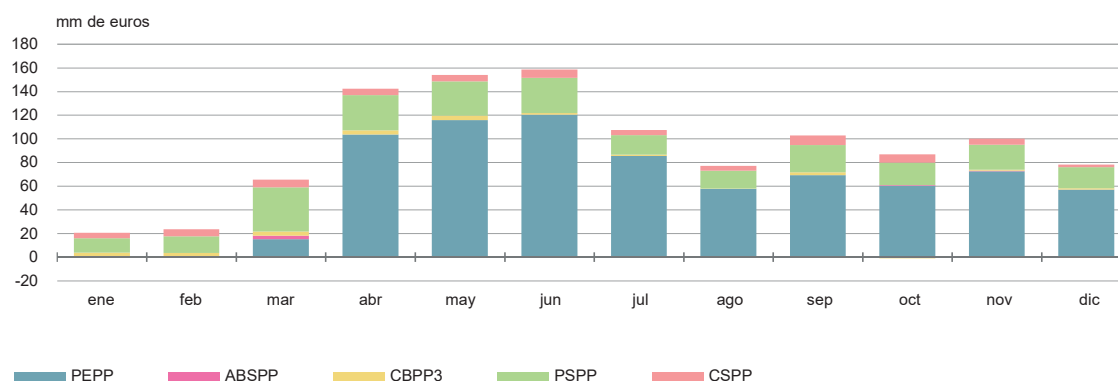
2020 registró un nuevo récord de emisiones de deuda corporativa no financiera denominada en euros. Pese al parón que supuso en marzo la irrupción de la pandemia en las emisiones en euros de las empresas no financieras, las colocaciones se fueron recuperando a partir de abril, tanto por la mejora de las condiciones en el mercado secundario como por las mayores necesidades de liquidez a consecuencia de la pandemia. En España, también se alcanzaron máximos históricos en las emisiones de empresas no financieras, aunque, para el conjunto de las emisiones de empresas no financieras y de entidades financieras, el total fue inferior a otros años.

Mercados monetario y de intermediación bancaria

El BCE amplió en 2020 sus medidas de política monetaria no convencionales.

En particular, a las compras netas de activos bajo el *Asset Purchase Programme* (APP), a un ritmo mensual de 20 mm de euros, se sumó en marzo un programa temporal de compras de emergencia en caso de pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), con una dotación inicial de 750 mm de euros hasta finales de 2020 (véase gráfico 2.1). Cabe destacar que, a diferencia del APP, las compras en el PEPP se realizan de manera flexible, de manera que se permiten fluctuaciones en su distribución tanto a lo largo del tiempo como por jurisdicciones o tipos de activo. En junio de 2020 se amplió en 600 mm de euros adicionales, hasta junio de 2021; y en diciembre de 2020, el BCE anunció una nueva extensión del PEPP, al menos, hasta el final de marzo de 2022 y se amplió su dotación en 500 mm, hasta

Gráfico 2.1 Volumen de compras mensuales de activos por el BCE bajo los distintos programas de política monetaria en 2020



FUENTE: Banco Central Europeo.

NOTA: *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), *Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), *Third Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) y *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP).

los 1,85 billones de euros¹². Así, después de utilizar algo más de 750 mm en 2020, el PEPP ha comenzado 2021 con una capacidad de gasto restante de casi 1,1 billones de euros.

El BCE también acordó en 2020 otras medidas de estímulo. Entre ellas, se incluyeron nuevas rondas de liquidez de su programa de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO-III) en 2021, con unas condiciones más favorables. En lo que respecta a los tipos de interés en el área del euro, el BCE los mantuvo sin cambios para sus operaciones principales de refinanciación (0 %), la tasa de facilidad de depósito continúa en el -0,50 % y la de facilidad marginal de crédito en el 0,25 %. Al cierre de 2020, los pasivos totales del BCE alcanzaban los 6.979 mm de euros (un 49 % más que en 2019). Asimismo, el BCE relajó su marco de activos de garantía.

Mercados de divisas y materias primas

El euro se apreció durante 2020 frente al dólar, el yen y la libra esterlina. A lo largo de 2020, el euro se apreció un 8,95 % frente a la divisa norteamericana. La evolución del euro estuvo marcada por la pandemia y por los elevados niveles de incertidumbre. Así, durante el primer semestre de 2020, el euro se depreció frente al dólar, recogiendo el impacto de la pandemia en Europa, pero esta tendencia revirtió en el segundo semestre del año, en un contexto de menor incertidumbre y aversión al riesgo, lo que alivió la presión alcista sobre el dólar.

Durante 2020, el precio del barril West Texas se situó en terreno negativo por primera vez en la historia. El precio del petróleo experimentó fuertes variaciones durante 2020, resultado del fuerte recorte de la demanda ante las restricciones acometidas para hacer frente a la pandemia. En consecuencia, el barril West Texas cayó un 20,5 %, hasta los 48,7 dólares/barril, mientras que el Brent redujo su precio un 21,9 %, hasta los 51,8 dólares/barril. Asimismo, cabe destacar la caída del barril West Texas hasta los -37,6 dólares/barril, como consecuencia del exceso de producción y de la excesiva acumulación de existencias en abril.

¹² En febrero de 2021, el BCE extendió el programa PEPP hasta finales de 2023.

3 Evolución sectorial del sistema financiero

3.1 Sector bancario

Durante 2020, el sector bancario español se vio afectado significativamente por la pandemia del COVID-19, pero mostró una capacidad de resistencia agregada notable, apoyada por las distintas medidas de la política económica. En contraposición a la tendencia descendente de los últimos años, el crédito bancario al sector privado en España creció en 2020, impulsado, en particular, por el programa de avales públicos al crédito empresarial. La rentabilidad fue negativa en el último año, influenciada por el deterioro de la actividad económica, pero, sobre todo, por factores extraordinarios (como, por ejemplo, el deterioro del fondo de comercio) que, sin embargo, no tuvieron impacto en el capital regulatorio. De hecho, las ratios de solvencia aumentaron, apoyadas en gran parte por distintas medidas de política económica, como la reforma europea de requerimientos de capital y la limitación a la distribución de dividendos. Por lo que respecta a las decisiones de política macroprudencial, cabe señalar que la fuerte contracción del PIB, inducida por la pandemia, ha alterado la interpretación de los distintos indicadores de riesgo sistémico. No obstante, se puede concluir que existen algunas señales claras (en particular, una brecha de producción fuertemente negativa) que aconsejan mantener el colchón de capital anticíclico en el 0 %.

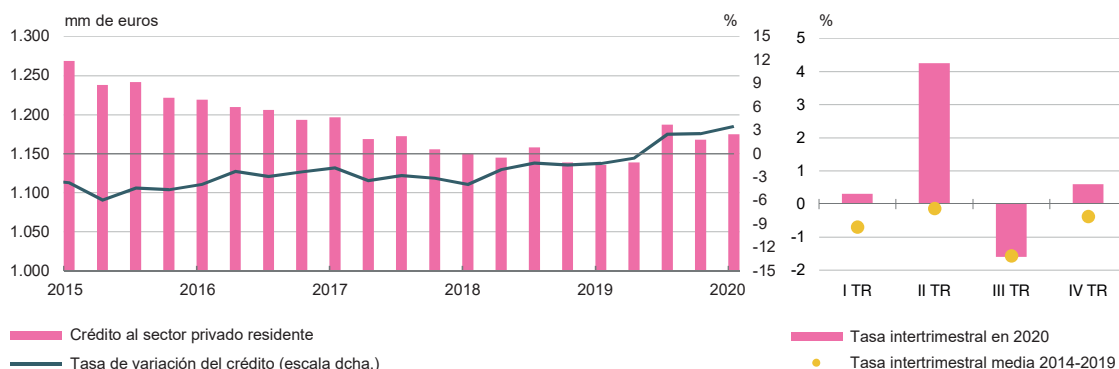
Evolución del crédito en el negocio en España

El saldo vivo del crédito al sector privado residente en España volvió a crecer en 2020, aunque moderó su evolución expansiva en la segunda mitad del año. La tasa de variación interanual se situó en el 3,5 %¹³, en lo que supone el primer incremento anual desde 2008 (véase gráfico 3.1.1). La evolución del crédito reflejó la capacidad del sector bancario de hacer frente a la demanda de liquidez por parte de hogares y empresas, ocasionada en buena medida por la disrupción de sus rentas ante el estallido de la pandemia del COVID-19. Esta capacidad se vio significativamente reforzada por las medidas de política económica tomadas para paliar los efectos de la pandemia. De hecho, a este aumento de los saldos vivos contribuyó especialmente la concesión de avales públicos del ICO, que facilitaron las nuevas operaciones de crédito a empresas no financieras y a empresarios individuales.

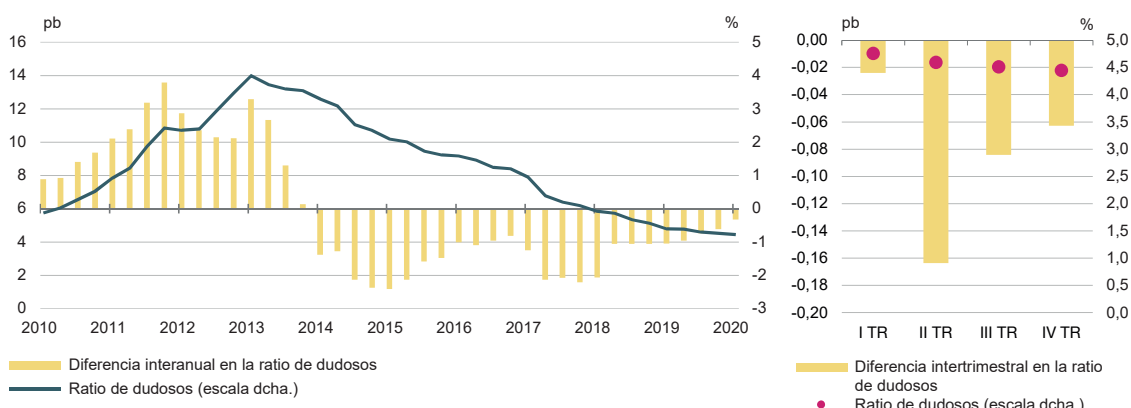
¹³ El crecimiento en diciembre de 2020 se vio afectado por la absorción de un establecimiento financiero de crédito por parte de una entidad bancaria significativa. Excluyendo esta operación, el crecimiento alcanza el 2,9 % para el conjunto de 2020.

Gráfico 3.1.1 Crédito y ratio de dudosos del crédito al sector privado residente

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



2 Ratio de dudosos



FUENTE: Banco de España.

Los activos dudosos del negocio en España descendieron, aunque menos de lo observado en ejercicios precedentes. Los efectos económicos de la pandemia se tradujeron en menores recuperaciones y salidas de balance de créditos dudosos, incluyendo un menor número de operaciones de venta. Este flujo de salidas consiguió, sin embargo, compensar las entradas de nuevos créditos dudosos, que descendieron ligeramente con respecto a 2019. En términos interanuales, el *stock* de crédito dudoso descendió en 2020 un 3,8 %, frente al descenso del 19,1 % observado el año previo (véase gráfico 3.1.1). La ratio de dudosos continuó descendiendo, hasta situarse en el 4,5 %, en parte debido al mencionado crecimiento en el crédito, situado en el denominador de la ratio.

Las medidas de política económica adoptadas para mitigar los efectos de la pandemia han contribuido a la buena evolución relativa de los activos problemáticos en 2020, pero distintos indicadores sugieren que el riesgo latente es elevado. De hecho, se observaron el pasado año algunas señales

de deterioro de la calidad crediticia: entre ellas, se encuentran el aumento significativo de la tasa de variación interanual de los créditos en vigilancia especial (24,4 %, frente al 0,3 % en 2019), la aceleración en el crecimiento de los créditos dudosos para consumo (23 %, frente al 12,5 % en 2019) y un menor descenso anual de los créditos refinanciados (–9,3 %, frente al –18,4 % en 2019).

Los préstamos concedidos en 2020 con aval del ICO han contribuido significativamente al crecimiento del crédito al sector empresarial, proporcionando abundante liquidez y mitigando potenciales problemas de impago de sociedades no financieras y empresarios individuales a corto plazo. El Real Decreto-ley 8/2020 autorizó una línea de avales públicos de hasta 100 mm de euros¹⁴, con el objetivo de que las empresas pudieran atender las necesidades de liquidez y facilitar el pago de deudas durante la pandemia, de modo que empresas viables no se vieran obligadas a cerrar. El incremento en el volumen total de crédito dispuesto de sociedades no financieras y empresarios individuales desde el inicio de la pandemia hasta diciembre de 2020 —de alrededor de 30 mm de euros— fue en buena medida consecuencia del programa de avales, contribuyendo, en particular, al crecimiento del crédito en este sector durante el segundo trimestre del pasado año (véase el recuadro 5.1). En promedio, el programa de avales se ha dirigido hacia empresas más vulnerables, que sin acceso a él, presumiblemente, hubieran tenido serias dificultades para obtener financiación en condiciones favorables. En la segunda mitad del año, la concesión adicional de crédito del programa de avales y el resto de nuevas operaciones no han podido compensar las amortizaciones y el paso a fallidos, descendiendo el *stock* de crédito a este sector en estos dos últimos trimestres del año (véase gráfico 3.1.2).

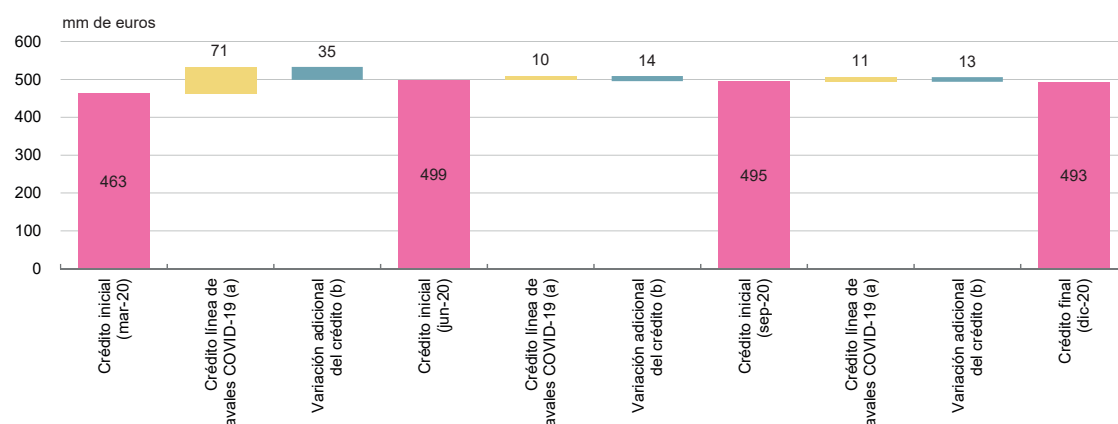
Por su parte, el programa de moratorias también ha contribuido a mitigar el impacto negativo de la pandemia en los hogares más afectados, reduciendo un volumen significativo de sus obligaciones de pago a corto plazo. Se han aprobado cinco tipos diferentes de moratorias de crédito: cuatro de ellos corresponden a programas legales de obligada aplicación a los prestatarios que cumplen los requisitos de estos (por ejemplo, vulnerabilidad económica o pertenencia a un cierto sector de actividad), y el otro, a acuerdos convencionales¹⁵, facilitando la creación de acuerdos marco sectoriales que favorezcan los pactos de moratoria entre prestatarios y prestamistas. El importe del crédito suspendido

¹⁴ Posteriormente, el Real Decreto-ley 25/2020 autorizó una segunda línea para cubrir necesidades de financiación por nuevas inversiones y el Real Decreto-ley 34/2020 amplió los plazos de solicitud y mejoró las condiciones de las líneas de avales previas.

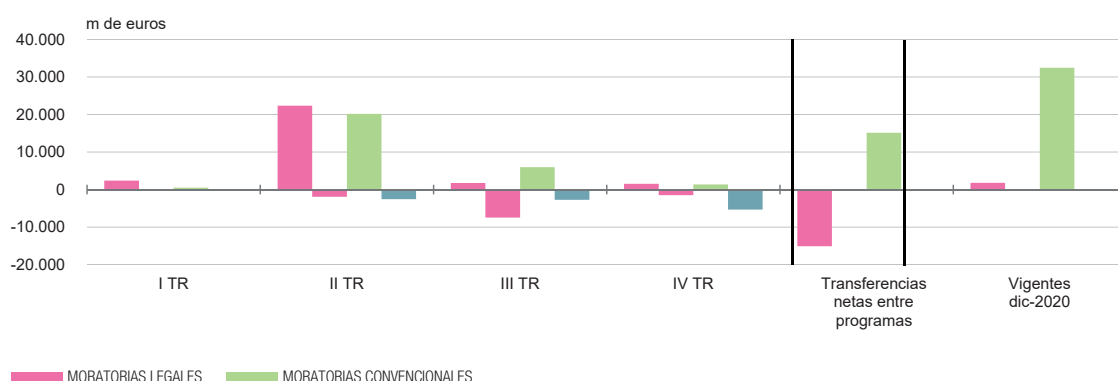
¹⁵ El Real Decreto-ley 8/2020, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, estableció la moratoria legal de deudas con garantía hipotecaria para personas físicas. El Real Decreto-ley 11/2020 instituyó la moratoria para los contratos de crédito sin garantía hipotecaria (incluido el crédito para consumo). El Real Decreto-ley 19/2020 estableció un régimen especial para los acuerdos marco sectoriales sobre el aplazamiento de operaciones de financiación de clientes alcanzados entre las entidades prestamistas y sus clientes través de sus asociaciones representativas. Por su parte, el Real Decreto-ley 25/2020 y el Real Decreto-ley 26/2020 establecieron dos nuevas moratorias, que aplican a préstamos concedidos al sector turístico y al sector del transporte público de mercancías y discrecional de viajeros en autobús, respectivamente.

Gráfico 3.1.2 Aavales y moratorias en el crédito bancario al sector privado residente

1 Variación del crédito bancario a sociedades no financieras y a empresarios individuales entre marzo y septiembre de 2020. Negocios en España, datos individuales



2 Flujo de concesión y decaimientos y volumen vigente de moratorias a diciembre de 2020 (c) (d)



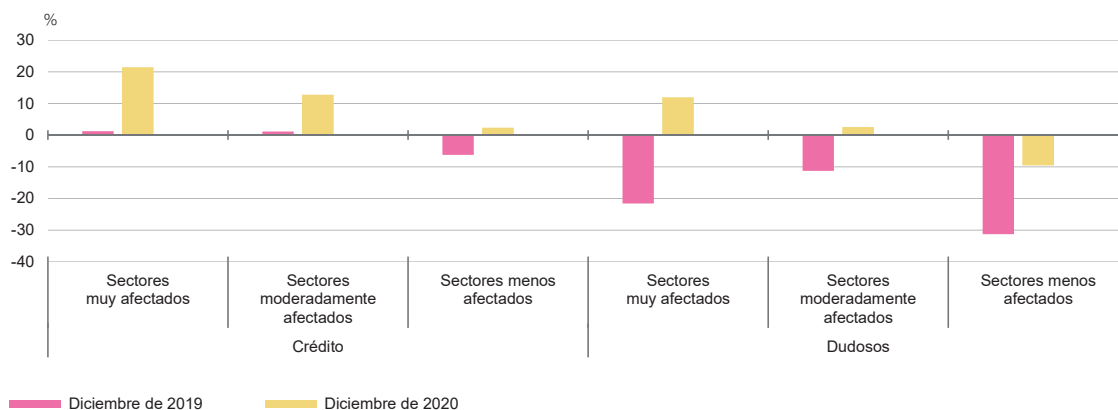
FUENTES: Instituto de Crédito Oficial y Banco de España.

- a Línea de avales COVID-19 del Real Decreto-ley 8/2020, con límite de 100 mm de euros, ampliado en 40 mm de euros adicionales por el RDL 25/20. El importe total del crédito concedido avalado hasta diciembre de 2020 asciende a 116 mm de euros, siendo el importe efectivamente dispuesto por sociedades no financieras y empresarios individuales de 93 mm de euros. La diferencia corresponde a crédito disponible (p. ej., líneas de crédito) que ha recibido aval del ICO.
- b La variación adicional del crédito a sociedades no financieras y a empresarios individuales refleja la variación del stock de crédito no explicada por la implementación del programa de avales COVID-19, correspondiente a la diferencia neta de nuevas concesiones fuera del programa de avales y las amortizaciones y traspasos a fallidos.
- c Los datos de decaimientos llegan hasta noviembre por coherencia con el criterio utilizado para computar las moratorias vivas en diciembre (no se considera su vencimiento hasta que no llega el final de dicho mes, independientemente de que vengzan a lo largo de este).
- d Para cada trimestre, se muestra el flujo de nueva concesión (barra positiva) y flujo de decaimientos (barra negativa). Igualmente, para el conjunto del año se muestra el flujo neto (positivo o negativo) de transferencias de volumen recibidas por cada programa del otro. Las dos últimas barras recogen los stocks vigentes en diciembre de 2020 como resultado de los dos tipos de flujo anteriores.

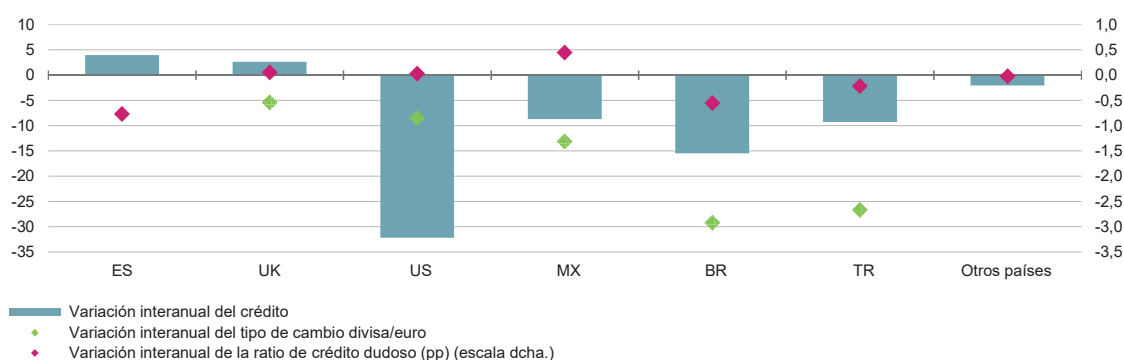
por estas moratorias durante 2020 ascendió a 56.000 millones de euros, un importe equivalente en diciembre de 2020 al 8 % del total del crédito en las carteras que pueden acogerse a moratorias. A lo largo del pasado año se han producido también decaimientos (extinciones, amortizaciones y desistimientos), por un importe de unos 22 mm de euros, por lo que el volumen vigente de préstamos en moratoria en diciembre de 2020 ascendía a unos 34 mm de euros, correspondiendo un 95 %

Gráfico 3.1.3 Evolución del crédito bancario por sectores de actividad económica y por geografías

1 Tasas de variación interanual del crédito y los dudosos por sectores de actividad (a)
Negocios en España, datos individuales



2 Crédito y ratio de crédito dudoso en España y en el exterior
Variación interanual. Datos consolidados. Diciembre de 2020 (b)



FUENTE: Banco de España.

a Sectores más afectados (en términos de caída de ventas en 2020): hostelería; refino de petróleo; actividades sanitarias y de servicios sociales; actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Sectores moderadamente afectados: metalurgia y fabricación de productos metálicos; construcción de maquinaria y equipo; material y equipo eléctrico, electrónico y óptico; otras industrias manufactureras; actividades profesionales, científicas y técnicas; administración y servicios auxiliares, y comercio al por mayor y al por menor y reparación de vehículos. Sectores menos afectados: resto de las actividades.

b ES - España, UK - Reino Unido, US - Estados Unidos, MX - México, BR - Brasil, TR - Turquía.

de este importe a moratorias convencionales y el resto a moratorias legales (véase gráfico 3.1.2). Del volumen aún vigente a finales de año, el 85 % vencerá en los seis primeros meses de 2021, mientras que, de la parte ya expirada, un 10 % se ha clasificado como dudoso y un 20 % en vigilancia especial.

Los sectores más afectados¹⁶ por la pandemia en España registraron los mayores incrementos de crédito en 2020, y también los mayores ascensos

¹⁶ El grado de afectación de los sectores se mide en términos de caída de sus ventas en 2020. Véanse la nota al pie del gráfico 3.1.3 para la relación de sectores económicos considerados y el capítulo 3 del Informe Anual 2020 del Banco de España para un análisis más completo del impacto económico de la pandemia sobre el sector empresarial no financiero en España.

en sus cifras de dudosos (véase gráfico 3.1.3). El saldo vivo del crédito otorgado a los sectores económicos más afectados por la pandemia se incrementó un 21,5 % en 2020 en tasa interanual, cifra muy superior a la observada en el ejercicio precedente (1,3 %). En paralelo, los activos dudosos procedentes de estos sectores crecieron un 11,9 % (frente a un descenso del 21,7 % en 2019).

El volumen de crédito en el exterior de las principales entidades bancarias españolas se redujo en 2020, en especial el crédito concedido en países emergentes, condicionado en buena medida por la apreciación del euro. El descenso del volumen de crédito en el exterior¹⁷ fue más marcado en 2020 en México, Brasil o Turquía, debido fundamentalmente a la mayor depreciación de sus divisas (mientras que continuó creciendo el crédito concedido y denominado en moneda local). El fuerte descenso del crédito en Estados Unidos, sin embargo, es atribuible a la desinversión de un grupo bancario español en esa geografía (véase gráfico 3.1.3). La ratio de dudosos descendió en 2020 en la mayoría de los países con presencia de las principales entidades bancarias españolas, excepto en México.

Condiciones de financiación y liquidez en España y en el exterior

El coste de pasivo de las entidades bancarias españolas se mantuvo relativamente estable durante 2020. El coste de las nuevas emisiones de deuda en euros se mantuvo estable en el caso de la deuda sénior, y disminuyó especialmente en el caso de la deuda subordinada computable como capital de nivel 2 (*Tier 2*) y en la deuda garantizada. Los tipos de los depósitos se mantuvieron en niveles mínimos históricos y cercanos a cero. El mantenimiento de estas condiciones de financiación favorables para las entidades bancarias se apoya en las actuaciones de política monetaria mantenidas por los bancos centrales, y en particular en las medidas de estímulo del BCE, como los nuevos programas de compra de activos y la extensión de los ya existentes. La ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) de las entidades bancarias españolas se situaba, en diciembre de 2020, en torno al 194 % (frente al 167 % de 2019).

El peso de la financiación de bancos centrales sobre el pasivo del balance consolidado de las entidades bancarias aumentó en 2020. A nivel consolidado, los depósitos del sector privado crecieron un 3,5 % en 2020, pero redujeron el último año en 0,3 pp su peso sobre el total de la financiación en depósitos y deuda emitida, y se situaron en el 66,8 % en diciembre de 2020. Esto se debe a un crecimiento superior de otros elementos de pasivo. En particular, el peso de los depósitos recibidos de los bancos centrales ha crecido en 4,4 pp, hasta

¹⁷ Los préstamos en el exterior representaban en 2020 aproximadamente el 50 % del total de estas exposiciones para los bancos españoles. Los países en los que los bancos españoles concentran un mayor volumen de préstamos incluyen, ordenados por tamaño de exposición, Reino Unido, Estados Unidos, México, Brasil y Turquía, aunque la actividad crediticia se extiende también a otros países, particularmente de Latinoamérica y de Europa.

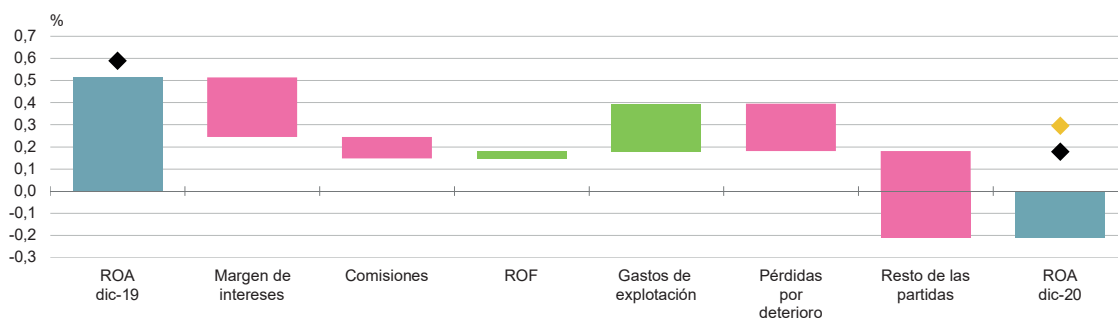
alcanzar un peso del 10,6 % en esa fecha. El aumento de los depósitos del sector privado puede haber obedecido, en parte, a motivos precautorios de hogares y de empresas ante la incertidumbre introducida por la crisis. El mayor recurso conjunto a estas distintas fuentes de financiación ha facilitado la expansión del activo consolidado de los bancos españoles, que alcanzó un crecimiento interanual del 4,7 % en 2020.

Rentabilidad

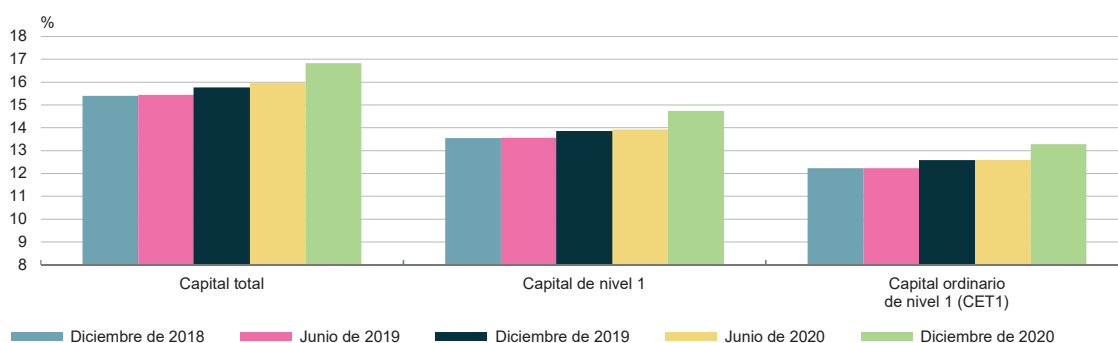
El sistema bancario español registró en 2020 un resultado neto consolidado negativo por un importe cercano a los 8 mm de euros, explicado en su mayor parte por factores negativos extraordinarios. El descenso de los resultados de 2020 fue de casi 26,5 mm respecto al resultado registrado en 2019. Esto se tradujo en descensos de las rentabilidades —del ROA hasta el -0,21 %

Gráfico 3.1.4 Rentabilidad y solvencia de las entidades bancarias

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



2 Ratios de capital



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 2020 respecto a diciembre de 2019. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo tanto los ajustes del fondo de comercio registrados en 2019 (-2,8 mm de euros) y 2020 (-12,2 mm de euros) como el ajuste por activos fiscales diferidos de 2020 (-2,5 mm de euros). Por su parte, el rombo amarillo muestra el ROA en 2020 excluyendo, además de los ajustes ya mencionados, el deterioro del valor por la reclasificación contable (-5,6 mm de euros) y los resultados extraordinarios positivos de 2020 (1,2 mm de euros).

(véase gráfico 3.1.4) y del ROE hasta el $-3,1\%$ —. Sin tener en cuenta los ajustes extraordinarios negativos aplicados durante el año en tres de las principales entidades del sistema¹⁸, ni tampoco otros elementos extraordinarios positivos, la rentabilidad del sector¹⁹ sería positiva, aunque significativamente inferior a la de 2019, situándose en diciembre de 2020 el ROA en el $0,3\%$ y el ROE en el $4,3\%$.

Aparte de los ajustes extraordinarios negativos, los principales determinantes de la severa caída de los beneficios fueron el descenso en el margen de intereses y las comisiones, así como el aumento de las pérdidas por deterioro. Parte del descenso del margen de intereses y de las comisiones netas se debió a la depreciación de las divisas en los principales países con presencia significativa de la banca española; en particular, los países emergentes. Por el contrario, el aumento de los resultados por las operaciones financieras (ROF) y, en especial, el descenso en los gastos de explotación contribuyeron a mejorar los resultados del año. Por su parte, las pérdidas por deterioro, en anticipación del previsible crecimiento de la morosidad de las entidades, aumentaron más del 50% en 2020, aunque la mayor parte de este incremento se registró en la primera mitad del año, ralentizándose el ritmo de dotaciones a partir de junio.

Solvencia

A pesar de la irrupción de la pandemia del COVID-19, la ratio de CET1 del sector bancario español aumentó 71 pb en 2020, hasta situarse en el $13,3\%$. La misma tendencia de aumento, especialmente significativa en la segunda mitad del año, se produjo para las ratios de capital de nivel 1 y de capital total, que se situaron en el $14,7\%$ y en el $16,8\%$, respectivamente (véase gráfico 3.1.4). En este sentido, debe tenerse en cuenta que los elementos extraordinarios que determinaron que el sector registrara pérdidas en el año, como la amortización del fondo de comercio, operan sobre elementos del balance que no computan en el capital prudencial de las entidades bancarias. Así, aunque el volumen de CET1 aumentó en el numerador, apoyado en las restricciones a la distribución de dividendos y a las limitaciones en la remuneración variable, el repunte de la ratio ha venido condicionado principalmente por el descenso de los activos ponderados por riesgo (APR). La flexibilidad interpretativa europea de la normativa de requerimientos de capital (*quick fix*), la moderación de los APR vinculada a los programas de crédito empresarial (el crédito avalado recibe la ponderación de riesgo del 0%) y las restricciones a los repartos de dividendos fueron los principales factores que explican la mejora de las ratios de solvencia.

¹⁸ En particular, las dos entidades de mayor tamaño realizaron ajustes de sus fondos de comercio por un importe superior a los 12 mm de euros en el primer semestre de 2020, así como otros ajustes vinculados a activos fiscales. Además, en las cuentas de fin de año, otra entidad, como consecuencia de la aprobación de su fusión, registró una corrección a valor razonable por un importe superior a 5,5 mm de euros, de acuerdo con la Norma Internacional de Información Financiera 5 (NIIF 5).

¹⁹ Para una comparativa internacional, véase el *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2021 del Banco de España.

Análisis y medidas macroprudenciales

El Banco de España mantuvo durante 2020 el porcentaje del CCA en el nivel mínimo del 0%. El CCA es un requerimiento de capital de las entidades bancarias, diseñado para ser acumulado en las fases expansivas de los ciclos financieros y liberado en las fases contractivas²⁰. Tras la irrupción del COVID-19 en marzo de 2020, y dadas la intensidad y la incertidumbre asociadas a la crisis, el Banco de España manifestó su intención de mantener el CCA en el 0 % durante un período prolongado, hasta la superación de los principales efectos económicos y financieros de la pandemia²¹. Esta orientación del CCA, coordinada con otras autoridades, persiguió contribuir a sostener el flujo de crédito proporcionando a las entidades mayor certidumbre sobre los requerimientos de capital y apoyar, de esta forma, la recuperación económica, evitando efectos procíclicos²².

La pandemia planteó desafíos metodológicos para el CCA. Los indicadores habitualmente analizados para informar sobre la fijación del CCA perdieron parte de su valor informativo, al no estar concebidos para su uso en situaciones como la deparada por la pandemia, esto es, situaciones con perturbaciones de naturaleza exógena al sistema financiero. La rápida y pronunciada caída de la actividad económica a partir de marzo de 2020 hizo que los indicadores vinculados al PIB mostrasen variaciones abruptas, que no se deben a una acumulación de vulnerabilidades cíclicas sistémicas.

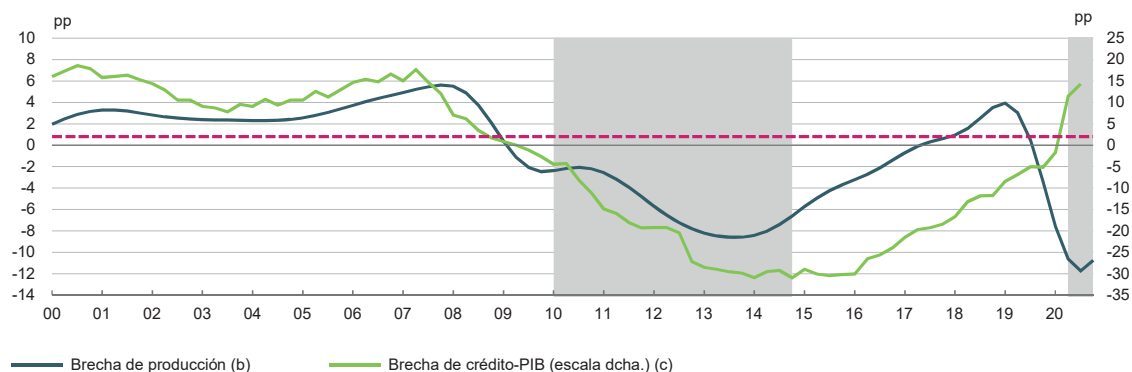
La interpretación de la brecha de crédito-PIB se vio alterada en 2020 y perdió relevancia para la toma de decisiones. Este indicador —que evalúa la diferencia entre el nivel de endeudamiento agregado de la economía, medido a través de la ratio de crédito total sobre el PIB anual, y una senda tendencial de largo plazo estimada por procedimientos estadísticos— superó el umbral de 2 pp a partir del segundo trimestre de 2020 (véase gráfico 3.1.5). Dicho umbral representa el límite a partir del cual se consideraría que existen alertas de riesgo sistémico que sugieren la activación del CCA. No obstante, el aumento de la brecha de crédito-PIB no puede ser interpretado como una alerta automática para la activación del CCA. El aumento de la brecha de crédito-PIB en 2020 se produjo, sobre todo, por una caída sin precedentes de la actividad económica y, en mucha menor medida, por un comportamiento favorable del crédito bancario. En concreto, debe destacarse que el crédito se sostuvo, en gran parte, gracias a los programas públicos de estímulo implementados (como avales y moratorias), que se pusieron en marcha precisamente para hacer frente a la caída del PIB motivada por la situación de pandemia.

²⁰ Véase J. Mencía y J. Saurina (2016), *Política macroprudencial: objetivos, Instrumentos e indicadores*, Documentos Ocasionales, n.º 1601, Banco de España.

²¹ Véanse los comunicados relativos a la fijación del CCA publicadas por el Banco de España desde marzo de 2020.

²² Es decir, un endurecimiento de la política macroprudencial podría tener efectos procíclicos en un entorno recesivo como el actual, ya que, al dificultar la provisión de financiación a la economía, podría, a su vez, deteriorar aún más la situación de la economía.

Gráfico 3.1.5 Brechas de producción y de crédito-PIB, 2000-2020 (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Las áreas sombreadas muestran dos períodos de crisis: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis desencadenada a raíz del COVID-19. 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 de 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 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 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].

En el contexto de materialización de riesgos de 2020, para la toma de decisiones sobre el CCA cobraron mayor relevancia los indicadores sobre el grado de estrés financiero y macroeconómico. En los mercados financieros, tras una perturbación como la desencadenada por la pandemia, la aversión al riesgo y la volatilidad suelen aumentar considerablemente y de manera simultánea a la materialización de la perturbación²³. Posteriormente, este fuerte impacto negativo se traslada a la economía real con cierto retraso. Los indicadores de riesgo de los mercados financieros²⁴ mostraron incrementos muy marcados en marzo y abril de 2020, durante la primera ola de la pandemia, lo que apuntaba a la conveniencia de liberar o de mantener relajados los requerimientos macroprudenciales. A pesar de que las tensiones financieras se han relajado posteriormente, los indicadores macroeconómicos todavía contienen señales que recomiendan el mantenimiento al 0 % del CCA.

La brecha de producción es actualmente el indicador más relevante para la toma de decisiones sobre el CCA, y su nivel marcadamente negativo aconseja su mantenimiento en el 0 %. Este indicador —que mide la desviación del nivel observado del PIB con respecto al nivel que se podría alcanzar sin que aumente la inflación— mostró un fuerte deterioro del entorno

²³ Métricas como el Indicador de Riesgo Sistémico (IRS), que agrega doce indicadores individuales de estrés de diferentes segmentos del sistema financiero español, repuntó en los meses posteriores al desencadenamiento de la pandemia. Véase la nota de prensa «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0 %», de 29 de junio de 2020.

²⁴ Véase el gráfico A.7.6 del anejo 1.

macroeconómico, al pasar de terreno positivo con anterioridad a la pandemia, a presentar el mayor valor negativo en valor absoluto de su serie histórica (véase gráfico 3.1.5). El análisis se completa con otros indicadores sobre desequilibrios crediticios y de precios del sector inmobiliario, que mostraron cierta estabilidad tras haber convergido hacia los niveles de equilibrio, o ausencia de alertas, durante los últimos años²⁵.

El Banco de España lleva a cabo anualmente un ejercicio de identificación de entidades de importancia sistémica, fijando sus colchones macroprudenciales de capital. El Banco de España identifica a las «entidades de importancia sistémica mundial» (EISM) y a las de importancia sistémica nacional, denominadas «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS). La relevancia sistémica de cada entidad se analiza atendiendo a diversas dimensiones de su actividad²⁶. A cada entidad identificada se le exige un requerimiento adicional de capital para reforzar su resiliencia, mitigar los efectos adversos que pudiera llegar a ocasionar al sistema financiero a nivel global o nacional y promover una asunción más prudente de riesgos.

En 2020, la lista de bancos españoles de importancia sistémica se mantuvo inalterada. En noviembre de 2020 el Banco de España²⁷ anunció la continuidad de las designaciones de una entidad como EISM para 2022 y de cinco entidades

Cuadro 3.1.1 Entidades sistémicas y colchones de capital en 2020

Código LEI (a)	Entidad	Designación	Colchón de capital exigido en 2020 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,00
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	0,75
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,25
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco Sabadell, SA	OEIS	0,25
549300GT0XFTFHGOIS94	BFA Tenedora de Acciones, SAU (Bankia, SA)	OEIS	0,25

FUENTE: Banco de España.

a El código LEI denota el identificador de entidad jurídica (*Legal Entity Identifier*, en inglés).

25 El conjunto de los 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. Para más detalles, véase 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.

26 En concreto, se emplean indicadores relacionados con el tamaño del balance, el grado de interconexión con el sistema financiero bancario y no bancario, la sustituibilidad de los servicios prestados por la entidad, la complejidad de las actividades realizadas o el volumen de actividad transfronteriza. Los indicadores utilizados en las metodologías de identificación de EISM y OEIS son similares.

27 Véase la nota de prensa «El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital macroprudenciales», de 27 de noviembre de 2020.

como OEIS para 2021, y los porcentajes de los colchones requeridos para cada una de ellas en 2021 (véase cuadro 3.1.1).

El Banco de España prosiguió en 2020 con los trabajos para el desarrollo de una circular sobre nuevas herramientas macroprudenciales aplicables sobre las entidades bancarias. Este nuevo conjunto de instrumentos²⁸ comprende: i) límites a las condiciones de concesión de préstamos y otras operaciones; ii) límites de concentración sectorial, y iii) el CCA sectorial. Los trabajos se plasmaron en un proyecto de circular (de modificación de la Circular 2/2016, de 2 de febrero, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia) que el Banco de España sometió a consulta pública en febrero de 2021.

3.2 Mercado de valores

En España, al igual que en el resto del mundo, la evolución de los mercados financieros en 2020 ha estado condicionada por la evolución de la pandemia del COVID-19 y por su impacto en la economía y en la actividad de los diferentes agentes económicos. Sin embargo, el impacto en los mercados de renta variable fue notablemente más intenso en España que en los mercados de nuestro entorno, registrándose caídas importantes de las cotizaciones en las bolsas españolas (el IBEX-35 retrocedió un 15,5 %), por encima de los retrocesos de otras plazas internacionales. Este mayor impacto tuvo su origen en la diferente composición de los índices bursátiles de nuestro país, que reflejan en cierta manera la estructura de la economía española, con un mayor peso de empresas del sector servicios, siendo este sector uno de los más afectados por la pandemia. Los niveles de volatilidad de la bolsa española, al igual que los del resto de los mercados internacionales, se incrementaron de modo significativo con la irrupción de la pandemia, si bien se fueron moderando durante el segundo semestre del año²⁹, hasta cerrar el ejercicio en niveles por debajo del 20 %, resultando en una volatilidad media a lo largo de 2020 del 28,4 %, su valor más elevado de la última década.

En los momentos iniciales de la pandemia, en un contexto de elevada incertidumbre, los mercados de renta variable experimentaron caídas abruptas de las cotizaciones y repuntes significativos de la volatilidad, que se extendieron a la mayor parte de los valores. Esto llevó a que varias autoridades de valores europeas (entre ellas, la CNMV) decidieran introducir

²⁸ Estas herramientas fueron otorgadas a través del Real Decreto-ley 22/2018 y del Real Decreto 102/2019.

²⁹ En noviembre, el anuncio de las vacunas supuso una mejora de las expectativas de normalización de la actividad económica que incidió al alza en la cotización de los valores, especialmente en aquellos más castigados hasta ese momento por la pandemia.

restricciones a la operativa en corto³⁰ para evitar los posibles perjuicios sobre la estabilidad financiera de este tipo de operaciones en un contexto de extrema volatilidad, que se fueron levantando conforme la situación en los mercados se iba normalizando. La CNMV analizó la repercusión de esta medida³¹ teniendo en cuenta algunas variables relevantes del mercado (liquidez, volatilidad, volúmenes de contratación, precios y primas de riesgo de los valores afectados), concluyendo que únicamente se había producido un ligero deterioro de la liquidez de los valores afectados, que, no obstante, tendió a reducirse de forma progresiva.

La negociación de renta variable española durante el ejercicio 2020 retrocedió un 3,2%, hasta situarse en 780 mm de euros. A lo largo del año ha continuado el proceso de redistribución de la negociación desde el mercado regulado español —que disminuyó un 9,1%, hasta los 418 mm— hacia otros centros de negociación y mercados competidores, que crecieron casi un 5% en la negociación de estos valores, hasta alcanzar un volumen de casi 362 mm de euros, el máximo histórico. Estos centros de negociación representan ya una cuota de mercado, en la negociación de renta variable española, superior al 46%.

Los mercados de deuda pública y privada nacionales también han experimentado el efecto de la incertidumbre introducida por la pandemia del COVID-19. Tras una etapa inicial de repuntes en los tipos y en las primas de riesgo en los momentos más turbulentos de la crisis, las rentabilidades de la deuda fueron descendiendo progresivamente —como en otras economías europeas— gracias a las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE³². En el caso de la deuda pública, los tipos alcanzaban mínimos históricos al cierre del año, situándose en valores negativos hasta el plazo de nueve años, con la referencia a diez años en torno a cero (0,05%). Por su parte, la prima de riesgo soberano, que tuvo alzas transitorias a lo largo del ejercicio, alcanzando máximos de 156 pb en abril, finalizó el año en 63 pb, por debajo de los valores de cierre de 2019 (66 pb). En cambio, las primas de los subsectores privados de la economía,

³⁰ A efectos del Reglamento (UE) n.º 236/2012 se considera posición corta en relación con el capital en acciones emitido de una sociedad o con la deuda soberana emitida de un emisor soberano la posición resultante de cualquiera de los siguientes supuestos: a) la venta en corto de acciones emitidas por la sociedad o de instrumentos de deuda emitidos por un emisor soberano, y b) la realización de una operación que crea un instrumento financiero o se refiere a un instrumento financiero distinto de los contemplados en la letra a), cuando el efecto o uno de los efectos sea conferir una ventaja financiera a la persona física o jurídica que realice dicha operación en caso de que disminuya el precio o el valor de la acción o del instrumento de deuda. La venta en corto en relación con una acción o un instrumento de deuda se refiere a toda venta de estos sin que el vendedor los posea en el momento de cerrar el contrato de venta, incluso en el caso de que, en el momento de cerrar el contrato de venta, el vendedor haya tomado en préstamo, o acordado tomar en préstamo, la acción o el instrumento de deuda para su entrega en la fecha de liquidación. Las limitaciones a este tipo de operativa pueden establecerse cuando concurren circunstancias que constituyen una amenaza seria para la estabilidad financiera. La CNMV aprobó limitarlas a mediados de marzo de 2020 y estuvieron vigentes hasta mediados de mayo de ese año, contando para ello con el visto bueno de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

³¹ Véase R. Losada y A. Martínez (2020), *Análisis del efecto de las restricciones sobre la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020*, documento de la CNMV.

³² El BCE puso en marcha el programa de compras denominado *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), cuya dotación fue aumentando progresivamente, hasta alcanzar un máximo de 1,85 billones de euros.

aunque también se redujeron desde los momentos de mayor tensión, finalizaron el año en niveles algo superiores a los observados antes de la crisis.

La actividad en los mercados primarios de deuda creció de modo destacado en 2020, incluyendo tanto entidades financieras como empresas no financieras, que decidieron, en un contexto de elevada incertidumbre, acumular liquidez para hacer frente a posibles necesidades futuras. En concreto, el volumen de emisiones de renta fija registradas en la CNMV aumentó un 46,5 %, hasta alcanzar 132.121 millones de euros, su volumen más elevado desde 2016, gracias al crecimiento de las emisiones de bonos de titulización, cédulas territoriales y pagarés. Por el contrario, las emisiones de renta fija en otros mercados retrocedieron por primera vez en los últimos años, hasta situarse en 90.201 millones de euros, un 10 % menos. Por otro lado las emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles experimentaron un crecimiento destacado, hasta alcanzar los 15 mm de euros, de los que algo más de 9 mm fueron bonos verdes.

En el ámbito de las infraestructuras de los mercados, la entidad de contrapartida central (ECC), que es la infraestructura española más sistémica, mostró resiliencia frente a la inusitada volatilidad en el mercado. En el contexto de la crisis, se redefinieron los parámetros de cálculo de garantías y se incrementaron las peticiones de garantías extraordinarias, que fueron atendidas en su totalidad por los miembros compensadores. Los test llevados a cabo (*back tests*³³) concluyeron que los recursos financieros de la ECC (garantías individuales, garantías mutualizadas y capital) habrían sido suficientes para cubrir las pérdidas de una posible quiebra simultánea de los dos mayores miembros compensadores durante las sesiones de mayor tensión. En esta materia, cabe señalar la [Recomendación JERS/2020/6](#), emitida por la JERS el 25 de mayo de 2020 en relación con los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía. Reconociendo los beneficios de la compensación central, la recomendación indica que las externalidades resultantes de los cambios significativos en los mercados y de los ajustes correspondientes de los márgenes de garantía pueden poner en peligro la estabilidad del sistema financiero³⁴. La CNMV emitió el 1 de diciembre de 2020 un comunicado dando cuenta de esta recomendación e indicando que comparte con la JERS la preocupación por el impacto de estos ajustes, a la vez que informaba de que iba a tener en consideración las recomendaciones de la JERS en sus actividades de supervisión en relación con las entidades de contrapartida central y, asimismo, respecto a los ajustes de garantías de las contrapartes financieras y no financieras definidas en el artículo 2(8) y (9) del EMIR, en sus contratos de derivados no compensados por una ECC o en sus actividades como miembros compensadores por cuenta de clientes³⁵.

³³ Simulaciones sobre el comportamiento financiero de la ECC utilizando datos históricos.

³⁴ Esta recomendación se plasma en diferentes subrecomendaciones que afectan a las entidades de contrapartida central, a sus miembros compensadores y a las contrapartes de contratos no compensados en ECC.

³⁵ Véase la nota de la CNMV «Recomendaciones de la JERS sobre los riesgos para la liquidez del sistema financiero derivados de ajustes a los márgenes de garantía requeridos por entidades de contrapartida central (ECC), por sus miembros compensadores o por las partes de contrapartes de contratos no compensados en ECC», de 1 de diciembre de 2020.

En 2020, los riesgos más relevantes identificados en los mercados financieros seguían concentrados en las estrategias de búsqueda de la rentabilidad, como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés y del incremento de la vulnerabilidad financiera en empresas y hogares por el deterioro de la situación económica. El mantenimiento de las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) acentúa la propensión de los inversores a invertir en activos con mayores expectativas de rentabilidad y los costes crecientes de mantener posiciones en liquidez y activos sin riesgo. Estas inversiones deberían estar acompañadas de una evaluación adecuada del incremento del riesgo que dichas estrategias llevan asociadas en términos de volatilidad (activos de renta variable, mercados emergentes y criptodivisas), riesgo de crédito (deuda con peores calificaciones crediticias, como la subordinada y *high yield*) y liquidez (deuda subordinada y *high yield*, fondos de *private equity* o activos inmobiliarios). En este contexto, cualquier *shock* que afecte a la valoración de los activos podría traducirse en correcciones a la baja de los precios en los mercados, que suelen ser más acentuadas en este tipo de activos; de este modo, podrían observarse espirales negativas de contagio con el eventual impacto sobre las entidades financieras tenedoras de este tipo de activos.

3.3 Intermediación financiera no bancaria

La intermediación financiera no bancaria (IFNB) es una alternativa valiosa a la financiación bancaria, con beneficios tanto para las partes que intervienen en dicha financiación como para la economía en su conjunto. No obstante, no es tarea simple delimitar el sector de la IFNB, ya que las actividades y las entidades que forman parte de él se han ido modificando y perfilando a lo largo de los últimos años, afectando incluso a la denominación del sector, conocido inicialmente como «banca en la sombra» (*shadow banking*). Por ello, no existe una delimitación unívoca del sector de la IFNB: la JERS incluye al conjunto de las otras instituciones financieras (OIF), mientras que el FSB parte de un agregado no bancario y aplica una serie de ajustes para obtener una aproximación más refinada del tamaño del sector de la IFNB. En esta sección se seguirá, en líneas generales, las directrices marcadas por el FSB.

En 2020, la medida estrecha³⁶ de la actividad de la IFNB en España alcanzó un volumen de 310 mm de euros, cifra similar a la registrada en 2019³⁷. No obstante, en términos relativos se observa una caída del peso de la actividad de la IFNB en 2020 (6,1 %) respecto a 2019 (6,7 %), lo cual viene explicado por

³⁶ Se entiende por medida amplia de la IFNB el conjunto de todas las entidades que cumplen con una de las funciones económicas descritas por el FSB, mientras que la medida estrecha se obtendría detrayendo aquellas de las entidades que consolidan en un grupo bancario.

³⁷ Para un mayor detalle, véase Monitor de la intermediación financiera no bancaria en España, que publica la CNMV de forma periódica.

el notable aumento del tamaño del sector bancario. Además, el peso de la IFNB en España continúa por debajo de las cifras observadas en otras jurisdicciones³⁸. La cifra en términos absolutos se obtiene al extraer al volumen de activos del sector financiero no bancario (1,35 billones de euros) la parte de las entidades que no desarrollan ninguna de las funciones económicas (FE) contempladas por el FSB³⁹, obteniéndose una medida amplia de la IFNB de 510 mm de euros, lo que supone una disminución de poco más de 3 mm respecto al dato de 2019. Finalmente, para obtener la medida estrecha de la IFNB mencionada, habría que descontar los activos que consolidan en grupos bancarios (unos 200 mm).

Atendiendo a las distintas funciones económicas, las entidades más relevantes en la IFNB en España en 2020 fueron fondos de inversión⁴⁰ (FE1), que representan el 85,5% del total, cifra ligeramente inferior a la registrada en 2019 (86,1%). En segundo lugar estarían los vehículos de titulización (FE5), que representan el 8,9% del total, valor similar al registrado en 2019, seguidos de los establecimientos financieros de crédito (FE2) (3,1%) y, finalmente, con un peso relativo poco significativo, de las sociedades de valores (FE3) y las sociedades de garantía recíproca (FE4). No obstante, estos resultados varían de forma notable si se analizan los datos antes de descontar aquellas entidades que consolidan en grupos bancarios: como se puede observar en el panel derecho del gráfico 3.3.1, la FE1 representaría un 52,1% del total (no existe consolidación bancaria en estas entidades) y la FE5 tendría una importancia mucho mayor, del 36,3%. Por otro lado, entre las distintas entidades que conforman la IFNB, los vehículos de titulización presentan el grado de interconectividad más elevado con el sistema bancario.

El objetivo final de la delimitación de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB es la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. Los fondos de inversión, por su tamaño, son las entidades que pueden suponer un mayor riesgo, siendo especialmente relevantes las condiciones de liquidez de sus activos y su grado de apalancamiento, así como su exposición al riesgo de crédito. Tras los fondos de inversión, sería conveniente analizar los fondos de titulización, no solo por su tamaño, sino también por su elevada interconexión con otras partes del sistema financiero, siendo el riesgo de transformación de vencimientos es el más relevante. En el caso español, este riesgo no es especialmente elevado, ya que la mayor parte de los activos titulizados y de los valores emitidos (pasivo) proceden de préstamos o créditos a largo plazo —en su mayoría, hipotecarios— con un menor riesgo de transformación de vencimiento,

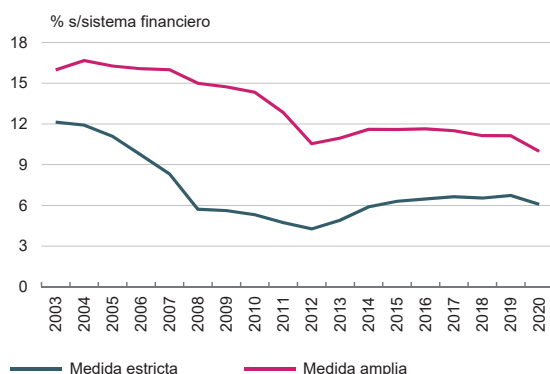
³⁸ Como referencia, la actividad de la IFNB en la muestra de países analizados por el FSB en su informe *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020* asciende al 14,2% del sistema financiero global.

³⁹ Véase FSB (2013), *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, de 29 de agosto.

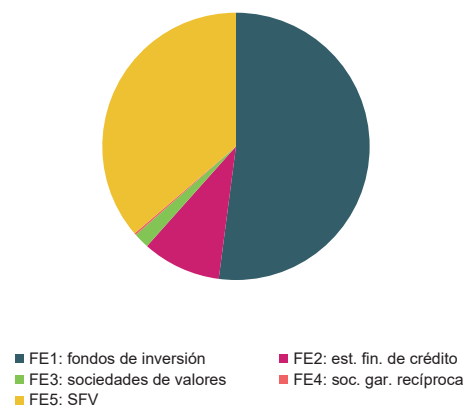
⁴⁰ Según la definición que proporciona el FSB, se considera que pertenecen a esta función económica los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las SICAV.

Gráfico 3.3.1 Intermediación financiera no bancaria (2020)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Funciones económicas (medida amplia)



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

mientras que los activos y los pasivos a corto plazo solo representaban el 22 % y el 14 % del balance en 2020, respectivamente.

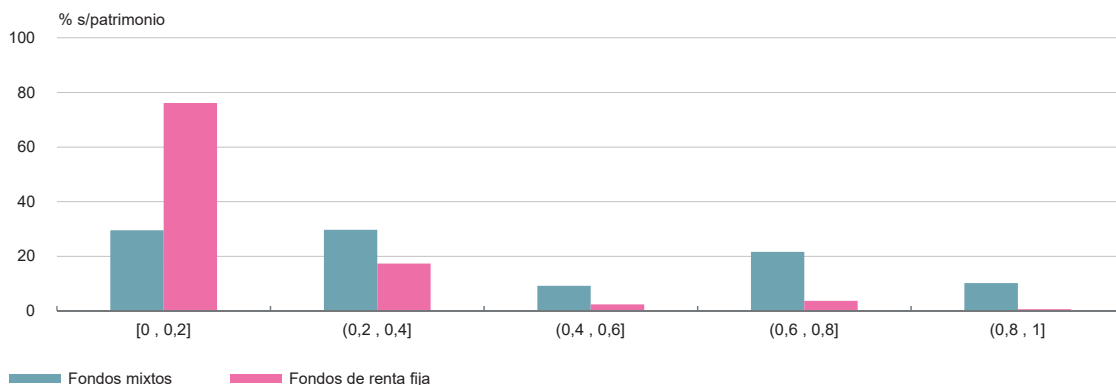
La contribución al riesgo sistémico resultado del uso de derivados es muy limitada en los fondos de inversión españoles. En este caso, el análisis del apalancamiento se centra en el nivel de apalancamiento indirecto, mediante el uso de derivados, puesto que el endeudamiento financiero (apalancamiento directo) está muy restringido por la regulación⁴¹. Una evaluación de las instituciones de inversión colectiva (IIC) pertenecientes a la IFNB que cumplen con los requisitos establecidos en la Directiva 2009/65/CE, y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso (96 % del total⁴²), muestra que la exposición al riesgo de mercado, calculada a partir de la inversión equivalente en contado, suponía al cierre de 2020 el 28,6 % de su patrimonio, un porcentaje que se encuentra muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio). Como se puede observar en el gráfico 3.3.2, el análisis individualizado de los fondos de inversión mixtos y de renta fija⁴³ revela que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y en casi el 60 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 0,6 % y un 10,1 % del

⁴¹ La Directiva 2009/65/CE, conocida como «Directiva UCITS», limita el endeudamiento financiero máximo al 10 % del patrimonio y solamente se permite recurrir a este endeudamiento para resolver dificultades transitorias de tesorería.

⁴² El 4 % del patrimonio restante corresponde a IIC cuya exposición al riesgo de crédito se calcula de acuerdo con la metodología VaR (1,4 %) o a IIC que, aunque están sujetas, en términos generales, a la normativa UCITS, cuentan 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.

⁴³ Los fondos mixtos y de renta fija son los que representan una mayor proporción dentro de la FE1, con un 56,4 % y un 30,4 %, respectivamente, del total.

Gráfico 3.3.2 Apalancamiento de los fondos mixtos y de renta fija (2020) (a)



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.

patrimonio correspondía a fondos con valores relativamente elevados de exposición a este riesgo, de entre el 80 % y el 100 % de patrimonio.

La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el ámbito de los fondos de inversión, dado que la mayoría de estas instituciones permiten reembolsos con carácter diario. A pesar de haber aumentado ligeramente la proporción de activos de menor liquidez en la cartera de los fondos, la valoración de las condiciones de liquidez de estas instituciones es satisfactoria, como lo muestra el hecho de haber podido atender el incremento de los reembolsos en marzo y abril de 2020 —en los momentos más turbulentos de la crisis— sin ninguna incidencia significativa. El aumento de la proporción de activos menos líquidos detectado fue mayor en los fondos mixtos (véase el panel izquierdo del gráfico 3.3.3) y se explica por la recomposición del patrimonio de estas instituciones, marcado por la desinversión (o el vencimiento) en activos de deuda pública (activos líquidos) y la inversión en otros activos de renta fija privada, que, en el contexto actual de tipos de interés, les pueden proporcionar un rendimiento superior. Una evaluación individualizada de los fondos mixtos y de renta fija, en la que se utiliza una métrica alternativa que incorpora la calificación crediticia de los activos líquidos de alta calidad (HQLA⁴⁴), revela una proporción alta de activos líquidos de alta calidad en el patrimonio de los fondos: más del 65 % del patrimonio de los fondos mixtos y de renta fija tiene una proporción de activos líquidos superior al 40 % de la cartera total. No obstante, aunque en una proporción baja, existen algunos fondos de inversión cuya proporción de activos líquidos se situaba por debajo del 20 %; concretamente, el 1,2 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 8,4 % de los fondos mixtos.

⁴⁴ Véase la nota (b) del gráfico 3.3.3.

RECUADRO 3.3.1 Análisis sobre el apalancamiento de los fondos de inversión alternativa (FIA) españoles

La directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) establece, en su artículo 25, la obligación de que las autoridades nacionales competentes (ANC) lleven a cabo un seguimiento periódico del nivel de apalancamiento asumido por los fondos de inversión alternativa (FIA) con el fin de valorar su posible efecto sobre la estabilidad financiera, es decir, su relevancia como posible fuente de riesgo sistémico. Aunque previsiblemente la fecha del primer seguimiento será el 31 de diciembre de 2021, la CNMV ha realizado un primer análisis con datos de 2019 aplicando las guías publicadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) a finales del año pasado. En España, los fondos de inversión considerados de inversión alternativa comprenden cuatro categorías de IIC: i) las IIC cuasi-UCITS, que cumplen la mayoría de los requisitos exigibles a las UCITS; ii) las IIC de inversión libre; iii) las IIC inmobiliarias, y iv) las entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC).

El análisis efectuado pone de manifiesto que el grado de apalancamiento de los FIA

españoles es reducido y que solo unas pocas entidades de tamaño pequeño hacen un uso algo más intensivo de él. Por tanto, no se identifica ninguna vulnerabilidad relevante en relación con la generación de riesgo sistémico. A modo de ejemplo, se describen las cifras para las dos primeras categorías de entidades, que representan el 77,3 % del patrimonio de los FIA. En el caso de las IIC cuasi-UCITS, se estima un apalancamiento bruto medio (obtenido a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados) del 59,5 %, cifra relativamente reducida teniendo en cuenta que el 85 % de estas instituciones están sometidas al límite del 100 % aplicable a UCITS. Las IIC de inversión libre (IL), que no tienen límites en cuanto al apalancamiento a través de derivados, estando limitado a cinco veces su patrimonio el apalancamiento directo a través del endeudamiento financiero, tampoco hacen un uso intenso de él. El apalancamiento medio bruto estimado para las IIC de IL es del 98 %, y del 68 % para las IIC de IIC de IL, muy por debajo de las cifras medias de los *hedge funds* gestionados en la UE.

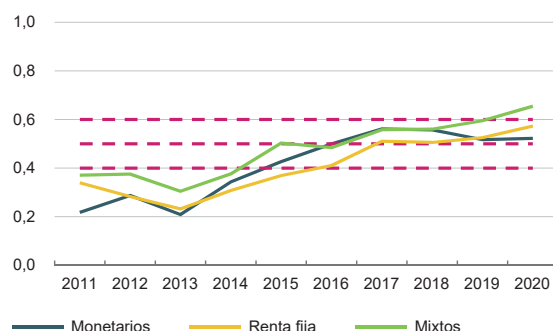
Cuadro 3.3.1 Cuasi-UCITS: indicadores de apalancamiento

Límites a operativa en derivados	Patrimonio (millones de euros)	Apalancamiento bruto medio (%)	Apalancamiento neto medio (%)
No invierten en derivados	2.610	0,0	0,0
Apalancamiento neto < 100 %	39.890	59,3	23,2
Límites en términos de VaR	147	83,0	Dato no disponible
Pueden superar límites de UCITS	4.543	90,3	Dato no disponible
Total	47.189	59,5	-

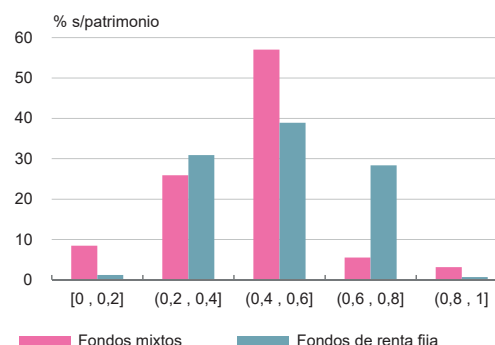
FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Gráfico 3.3.3 Riesgo de liquidez de las distintas tipologías de fondos de inversión

1 Evolución (a)



2 Distribución % de activos HQLA. 2020 (b) (c)



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 Se mide como la proporción de activos menos líquidos sobre el patrimonio total, considerando activo líquido los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los *repos* y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.
- b Se consideran activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets*, HQLA) el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 % y el 85 %, y el de las titulizaciones entre el 0 % y el 65 %.
- c El número de fondos incluidos en este análisis es inferior al total de los fondos pertenecientes a la FE1, ya que se han excluido aquellos fondos que tienen ciertas restricciones a la hora de realizar reembolsos, como los fondos garantizados, y aquellos con una inversión mayoritaria en otros fondos de inversión.

En el marco del análisis de la gestión del riesgo de liquidez, la CNMV realiza semestralmente pruebas de resistencia (test de estrés) en el ámbito de los fondos de inversión. Estos simulan un *shock* (o varios) en el mercado y evalúan el grado de fortaleza de estas instituciones. Estos ejercicios, que se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, siguen una metodología propuesta por la ESMA (en el marco de trabajo de STRESI⁴⁵) y posteriormente ampliada por la CNMV⁴⁶. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de diciembre de 2020, que contemplan diferentes escenarios de perturbaciones (*shocks*) sobre las distintas categorías de fondos, revelan que el mercado de fondos de inversión es, en general, resistente a los escenarios planteados. Únicamente se observa un número reducido de fondos, en la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento y en la de fondos globales y de retorno absoluto, que podrían experimentar problemas de liquidez en los diferentes escenarios extremos de reembolsos contemplados. En el más extremo de ellos, se identifican nueve fondos del primer grupo (8,2 % del patrimonio de esta categoría) y dos fondos del segundo (14,2 % del patrimonio) con potenciales problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos.

⁴⁵ Véase ESMA (2019), «Stress simulation for investment funds», *Economic Report*, de 5 de septiembre.

⁴⁶ Véase el artículo de J. Ojea-Ferreiro (2020), «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión», *Boletín Trimestral*, II-2020, de la CNMV.

Las herramientas de gestión de la liquidez de los fondos de inversión han funcionado de forma satisfactoria en los momentos más turbulentos de la crisis. No se identificó ninguna gestora que experimentara dificultades a la hora de atender el aumento del volumen de reembolsos que se produjo en marzo y abril de 2020. Estos reembolsos, que no excedieron el 2 % del patrimonio de los fondos, fueron notablemente inferiores a los observados en otros países de nuestro entorno y se vieron compensados por las suscripciones netas de los meses posteriores (en el conjunto del año, las entradas netas fueron de 631 millones de euros). En el contexto de la crisis del COVID-19, ningún fondo español ha tenido que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez, como las suspensiones de los reembolsos o los *side pockets*, aunque cinco instituciones sí tuvieron que realizar reembolsos parciales. En este marco, la CNMV reforzó la comunicación con las gestoras, recomendando un uso adecuado de las herramientas de liquidez disponibles y, en particular, de aquellas que evitan que el aumento de los reembolsos sea perjudicial para los partícipes que permanecen en él. Concretamente, la CNMV recomendó la valoración de los activos a los precios *bid* y la aplicación de los esquemas de *swing pricing*.

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones

La persistencia del entorno de bajos tipos de interés y el impacto del COVID-19

El sector de seguros español dispone de un colchón de capital holgado y sólido. Este colchón ha ayudado notablemente a las aseguradoras a resistir los severos impactos iniciales de mercado experimentados a raíz de la crisis del COVID-19. A finales de 2020, el sector de seguros continuaba bien capitalizado, con una ratio de solvencia que supera el 230 %, observándose un ligero decrecimiento respecto a 2019, en el que la ratio se situaba en un 235 %. Por otra parte, en 2020 el margen de resultados sobre primas se incrementó significativamente respecto al ejercicio anterior (9,2 % en 2020, frente al 7,6 % en 2019). Este incremento se debe a la especial situación vivida a lo largo del ejercicio, en el que el buen resultado técnico de los ramos no vida, derivado de una disminución de la siniestralidad en ramos muy significativos, compensó ampliamente la reducción del resultado de la cuenta técnica de vida (véase el anejo 1, gráficos A.6.5-7).

No obstante, existe incertidumbre sobre la magnitud de la perturbación económica originada por el COVID-19 en el sector. Es posible que las compañías de seguros se enfrenten a condiciones retadoras que afecten potencialmente a sus posiciones de rentabilidad y solvencia. Entre las fuentes de reducción de rentabilidad y de solvencia, una de las más relevantes es la prolongación del entorno de bajos tipos de interés. Dados los efectos de este

entorno en los activos y pasivos, en los resultados y en las reinversiones, sus impactos son importantes tanto en el patrimonio como en la situación financiera y de solvencia.

El efecto del entorno de tipos de interés bajos tiene distinta intensidad en los seguros de vida y en el sector de no vida. En el caso de vida, el efecto es más pronunciado, debido a las garantías de tipos de interés técnico en obligaciones a largo plazo. En este contexto, la gestión realizada por las entidades aseguradoras encaminada a la consecución del casamiento de sus activos y pasivos ha mitigado de forma efectiva y notable el impacto de tipos. No obstante, existe un volumen significativo de pasivos para los que no existe un casamiento y en los que el supervisor considera de extrema importancia su estrecha monitorización. Resulta, por ello, crucial el cumplimiento de la normativa vigente acerca de la necesidad de realizar análisis prospectivos de suficiencia de rentabilidad que permitan diseñar unas políticas adecuadas de gestión de capital y un cálculo correcto de las provisiones técnicas de las pólizas no incluidas en carteras de casamiento.

Contribuir a la mitigación de los impactos adversos del COVID-19 sobre la actividad de las entidades aseguradoras ha sido un objetivo fundamental para el supervisor. En este sentido, son de destacar las siguientes acciones:

- El establecimiento de procesos de monitorización más continuos, intensos y estrechos de la solvencia y de la liquidez de las entidades.
- La publicación de notas sobre distribución de dividendos y otras distribuciones de capital para conseguir una gestión adecuada y prudente del capital, dadas la incertidumbre y la volatilidad derivadas del COVID-19.
- La ampliación de los supuestos de liquidez excepcional de los derechos consolidados de planes de pensiones para mitigar los efectos de la crisis sobre los particulares⁴⁷.

A esto hay que añadir el establecimiento de medidas de apoyo al seguro de crédito a través del Consorcio de Compensación de Seguros (CCS), dada la trascendencia que este ramo de seguro tiene en términos de soporte esencial a las transacciones comerciales y a la actividad empresarial en nuestro país⁴⁸.

⁴⁷ Disposición adicional vigésima del 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; Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, y el artículo 23 del Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

⁴⁸ El Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo, en su artículo 7, permitió que el CCS pudiese actuar como reasegurador de los riesgos de crédito asumidos por las entidades aseguradoras autorizadas para operar en este ramo, dada su importancia para el desarrollo de la actividad económica. El 4 de diciembre de 2020, la Comisión Europea autorizó la articulación de esta medida (*State Aid SA. 58458 (2020/N) – Spain COVID-19: Trade credit reinsurance scheme*).

En el ámbito de los fondos de pensiones, se observa el aumento tanto de la cuenta de posición como del patrimonio gestionado, en un 1,68 % y en un 1,93 %, respectivamente, alcanzado un volumen total de 117.119 millones de euros y de 117.893 millones de euros a 31 de diciembre de 2020, respectivamente. La caída brusca de rentabilidad del primer trimestre del ejercicio 2020, (–8,9 %), consecuencia del escenario de crisis económica provocada por el COVID-19, se vio atenuada en los siguientes trimestres del mismo ejercicio. La incertidumbre que ha provocado la pandemia en la economía global, y en los mercados en particular, tuvo un impacto en las inversiones de los fondos de pensiones, aunque a cierre del ejercicio 2020 se habían recuperado, e incluso superado, los niveles de inversión correspondientes al ejercicio 2019.

La supervisión del sector asegurador ante el reto de la revisión de los riesgos biométricos

El ejercicio 2020 ha supuesto un hito en el proceso encaminado a afrontar el reto del tratamiento del riesgo biométrico⁴⁹ desde una perspectiva sectorial.

Se trata de un proceso holístico que abarca todas las aristas de la biometría en sus aspectos cualitativos y cuantitativos, y que comprende tanto aspectos micro- como macroprudenciales.

Este proceso de reforma completa está determinado por diversos elementos: la evolución de la longevidad, la necesidad de un sistema de previsión complementaria que complete a la Seguridad Social con garantías de estabilidad y solvencia, la existencia previa de unas tablas biométricas de referencia que no permitían ajustarse de forma adecuada al marco normativo contable y de solvencia, los problemas que ocasionaba el marco existente para una adecuada gestión del riesgo de longevidad y, no menos importante, la necesidad de garantizar que las tablas biométricas que se adopten sean adecuadas para proteger los derechos de los tomadores y asegurados, teniendo en cuenta los principios de equidad, no discriminación y trato justo, entre otros.

El conjunto de análisis realizados ha permitido definir un nuevo marco normativo integral en materia de hipótesis biométricas con las siguientes características:

- a Reconocimiento de la existencia y de la importancia del riesgo de longevidad:** Para ello es fundamental garantizar que los planes de pensiones y los seguros hayan abordado los costes de alinearse con las expectativas actuales de esperanza de vida mediante el uso de supuestos de mortalidad que se basan en datos relevantes y recientes, y que tienen en cuenta la tendencia futura esperada de la mortalidad.

⁴⁹ Por riesgo biométrico se entiende la desviación positiva o negativa respecto de los métodos de cálculo y patrones de comportamiento utilizados en la estimación de la mortalidad y supervivencia de un colectivo o cartera de seguros.

- b Gestión activa del riesgo:** Es necesaria una regulación que aliente y facilite la medición y la mitigación del riesgo de longevidad. Este último objetivo no es posible a menos que se cumpla el primer objetivo. El riesgo de longevidad no podrá medirse con precisión ni gestionarse adecuadamente a menos que las hipótesis de mortalidad estén en consonancia con las expectativas razonables sobre su evolución.
- c Aproximación a una estructura conceptual similar** a la fijada en el régimen europeo de solvencia de las entidades aseguradoras (Solvencia II) en materia de contabilidad, como es la norma internacional de información financiera de operaciones de seguro (NIIF 17 – IFRS17), contemplando los aspectos tanto cuantitativos como cualitativos.
- d 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.

En el caso de **seguros que cubren el riesgo de supervivencia**, 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 de las entidades, y, finalmente, la solvencia actual y futura del sector asegurador.

Por su parte, las tablas biométricas utilizadas hasta ahora en **los seguros de vida-riesgo y en los seguros de decesos** no resultan ya completamente adecuadas para reflejar la reducción de la mortalidad verificada en los últimos años y la tendencia de esta. 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.

- e Establecimiento de un marco comprensivo de aspectos cualitativos**, entre los que se encuentran los referidos a buen gobierno, transparencia ante terceros y conductas de mercado apropiadas.
- f Adecuada gobernanza de datos.** Desde un punto de vista microeconómico, una adecuada gestión del riesgo biométrico requiere contar con estadísticas biométricas sólidas y realistas, basadas en información fiable sobre las exposiciones al riesgo, los eventos asegurados y las magnitudes económicas más relevantes. Desde un punto de vista sectorial, acometer una monitorización de calidad y fiable de la longevidad del colectivo asegurado total implica contar con

unas estadísticas biométricas procedentes de cada entidad basadas en metodologías suficientemente homogéneas.

- g Fomentar la revisión frecuente de las hipótesis utilizadas.** Las tablas de mortalidad deben actualizarse periódicamente y basarse en la experiencia más reciente para garantizar que las estimaciones utilizadas representen con precisión el nivel de mortalidad actual y controlar si la experiencia se ha ajustado o no a las expectativas. Con ello se evitará la necesidad de aumentos excepcionales significativos en las provisiones técnicas como consecuencia de la actualización esporádica de las hipótesis, haciendo posible que estos cambios en las expectativas se implementen de manera más gradual.
- h Creación de un mecanismo institucional de monitorización de la longevidad.** Este mecanismo estaría integrado por representantes de la profesión actuarial, las entidades aseguradoras, el mundo académico y el supervisor. El mecanismo, en forma de comisión técnica, estará encargado de la elaboración y de la propuesta futura de estadísticas biométricas sectoriales homogéneas, fiables y técnicamente robustas, que permitan una adecuada gestión actualizada del riesgo biométrico, desde la perspectiva de cada entidad aseguradora y desde el sector asegurador en su conjunto, y el análisis de los nuevos retos que surjan en este ámbito.

Dentro de este proceso normativo, en 2020 se aprobaron dos resoluciones de la DGSFP con los siguientes objetivos: declarar la admisibilidad de nuevas tablas y no admisibilidad de otras anteriores a los fines indicados en cada caso, establecer los criterios de supervisión de las tablas biométricas y realizar recomendaciones para fomentar la elaboración de estadísticas biométricas sectoriales homogéneas, sólidas y realistas.

Por su parte, los principios generales y los criterios de elaboración de las tablas se han recogido mediante modificación de las normas reglamentarias en materia de supervisión de seguros privados, tramitadas durante 2020 y finalmente aprobadas en 2021⁵⁰. Estas modificaciones se completan mediante una circular de la DGSFP en estado de tramitación, relativa a aspectos cuantitativos y cualitativos necesarios para garantizar la adecuación de las hipótesis biométricas y la elaboración de tablas de experiencia propia adecuadas, que, entre otros aspectos, regula el efecto de la actualización de las nuevas tablas biométricas en los períodos transitorios de la normativa de solvencia.

⁵⁰ Real Decreto 288/2021, de 20 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras; se da nueva redacción al artículo 34 del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre; y se modifica el reglamento para la aplicación de la Ley 87/1978, de 28 de diciembre, sobre seguros agrarios combinados, aprobado por el Real Decreto 2329/1979, de 14 de septiembre.

Revisión del marco europeo de solvencia del sector asegurador (Solvencia II)

La directiva de solvencia aplicable a las entidades aseguradoras en la UE, conocido como Solvencia II, contempla su propio mecanismo de revisión.

La normativa aplicable dispone que la Comisión Europea debía presentar su propuesta al Parlamento Europeo y al Consejo a finales de 2020. Con el objetivo de prepararla, la Comisión dirigió una solicitud de asesoramiento técnico a la EIOPA, en febrero de 2019, que comprendía, en mayor o menor medida, casi todos los elementos conformadores de Solvencia II. Cabe destacar que en esa petición se incluían aspectos relacionados con la política macroprudencial.

La EIOPA, en su dictamen⁵¹ publicado en diciembre de 2020, dedica un capítulo a cuestiones macroprudenciales. La EIOPA considera que el marco de Solvencia II carece actualmente de un conjunto de instrumentos macroprudenciales, si bien algunas de sus piezas supervisoras pueden ser aplicadas con ese carácter, como el ajuste por volatilidad, el ajuste simétrico del módulo de acciones o el ajuste por casamiento. Por ello, la EIOPA recomienda introducir un marco y unas herramientas macroprudenciales con el objetivo principal de limitar o mitigar los riesgos sistémicos y mantener la estabilidad financiera en el ámbito asegurador.

El dictamen sugiere un amplio abanico de opciones, que habrían de ser reguladas según unos principios que permitan su aplicación flexible por parte de los supervisores, como:

- La posibilidad de restringir o suspender los abonos de dividendos u otros pagos a los accionistas y la compra de las acciones propias.
- La aplicación de umbrales flexibles de concentración de activos.
- La extensión del ámbito de análisis del informe sobre la evaluación interna de los riesgos y de la solvencia (conocido como ORSA⁵², por su acrónimo en inglés) para incluir la dimensión macroprudencial.
- La extensión del principio de persona prudente con fines macroprudenciales.
- El uso de planes preventivos de recuperación y resolución, y de gestión del riesgo sistémico o de liquidez.
- La suspensión temporal de los derechos de rescate de los seguros de vida.

⁵¹ EIOPA (2020), *Opinion on the 2020 review of Solvency II*, de 17 de diciembre.

⁵² *Own Risk and Solvency Assessment*.

En el mismo sentido, la JERS publicó en 2020 un informe⁵³ con propuestas para informar la revisión macroprudencial del marco de Solvencia II. En concreto, la JERS planteó tres tipos de herramientas de solvencia que las autoridades supervisoras deberían poder emplear:

- Herramientas de solvencia para prevenir y mitigar el comportamiento inversor procíclico de las aseguradoras.
- Herramientas de liquidez para abordar riesgos de actividades específicas, como la cobertura de derivados o la venta de determinados productos de seguros.
- Herramientas para abordar los riesgos asociados a la originación de crédito hipotecario o inversiones en valores corporativos, en aras de asegurar un tratamiento macroprudencial coherente entre sectores del sistema financiero.

Cuestiones medioambientales

Los riesgos medioambientales afectan a las entidades aseguradoras, como al resto del sector financiero, en su actividad inversora. Pero, además, el sector asegurador está expuesto también desde la perspectiva del pasivo del balance, en su actividad suscriptora de riesgos, al poder estar relacionados con el cambio climático algunos de los riesgos que asume.

La transición energética afecta a las aseguradoras como inversores a largo plazo. La inclusión de criterios de sostenibilidad en el sector asegurador está avanzando de forma progresiva. La implementación de estos en las carteras de las entidades puede asumir formas variadas: reducción de la intensidad de carbono de las inversiones, estructuración de las carteras para alinearlas con los objetivos del Acuerdo de París o realización de inversiones temáticas y de menor impacto, entre otras.

El trabajo sobre esta materia ha continuado en la Unión Europea con la reciente publicación del [Reglamento \(UE\) 2020/852](#) del Parlamento y del Consejo, más conocido como «Reglamento de Taxonomía», que tiene por objeto crear un marco armonizado para facilitar las inversiones sostenibles y que constituye una pieza fundamental para avanzar en la adecuación del sistema financiero europeo en la promoción de las inversiones sostenibles.

⁵³ JERS (2020), *Enhancing the macroprudential dimension of Solvency II*, de febrero.

4 Interconexiones en el sistema financiero

Las entidades que componen el sistema financiero están interrelacionadas a través de exposiciones directas, lo que constituye un canal importante de transmisión de eventuales perturbaciones sistémicas. En el desarrollo de su actividad, las entidades del sistema financiero establecen vínculos directos entre sí; por ejemplo, por la vía de tenencias de activos o mediante préstamos concedidos dentro del sistema. Estas exposiciones cruzadas tienen principalmente efectos positivos, ya que contribuyen a mejorar la distribución de la financiación entre aquellas entidades que la necesitan y las que disponen de un exceso de liquidez. De este modo, se puede conseguir una mejor asignación de los recursos. No obstante, estas interrelaciones presentan también aspectos negativos, debido a que pueden actuar como canales de rápida transmisión de perturbaciones sistémicas. Por ello, es importante analizar la estructura del sistema financiero español e identificar las interconexiones directas de mayor relevancia.

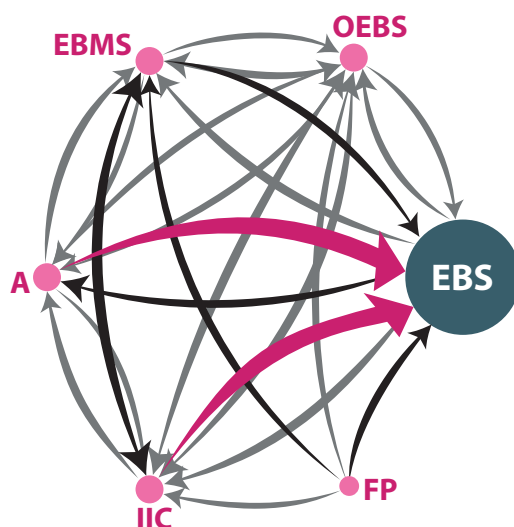
La estructura de interconexiones directas del sistema financiero residente en España evidencia el papel central que desempeñan las entidades bancarias sistémicas. Se ha realizado un análisis de la estructura de la red de interconexiones directas entre los distintos sectores del sistema financiero residente en España. Dado que la economía española está fuertemente bancarizada, se ha considerado una descomposición para el sector bancario en la que se consideran tres categorías: i) entidades sistémicas⁵⁴; ii) entidades no sistémicas, pero significativas desde el punto de vista del Mecanismo Único de Supervisión, y iii) entidades menos significativas⁵⁵. Los resultados obtenidos muestran que las entidades bancarias sistémicas tienen un peso⁵⁶ significativamente mayor que el resto de los sectores o subsectores de entidades financieras identificados (véase figura 4.1). Asimismo, las interconexiones directas con las entidades bancarias sistémicas suelen presentar también una mayor cuantía. En este sentido, cabe destacar que las entidades bancarias sistémicas son, en general, receptoras netas de financiación del resto de los sectores del sistema financiero español, en especial de las aseguradoras y de las instituciones de inversión colectiva. En lo que respecta a la financiación proporcionada por estas últimas instituciones a las

⁵⁴ Las «entidades sistémicas» son las identificadas por el Banco de España como entidades de importancia sistémica mundial (EISM) o como otras entidades de importancia sistémica (OEIS). A efectos del presente análisis, se consideran en esta primera categoría las designadas como OEIS, dado que la única EISM española también ostenta la condición de OEIS. Para más detalles, véase «El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital macroprudenciales», nota de prensa de 27 de noviembre de 2020.

⁵⁵ Para una relación completa de entidades de crédito españolas significativas y menos significativas, véase el documento *SSM List of supervised entities* del Banco Central Europeo.

⁵⁶ En España, el total de los activos financieros del sistema financiero residente ascendió a más de 4 billones de euros en diciembre de 2020, del que el 48% corresponde al conjunto de las entidades bancarias sistémicas.

Figura 4.1 Interconexiones directas



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

NOTA: Los acrónimos de los sectores se refieren a: entidades bancarias sistémicas (EBS), otras entidades bancarias significativas (OEBS), entidades bancarias menos significativas (EBMS), aseguradoras (A), instituciones de inversión colectiva (IIC) y fondos de pensiones (FP). Las interconexiones directas se calculan sin considerar consolidaciones entre los distintos sectores financieros. El tamaño de las esferas es proporcional al activo financiero total de cada sector o subsector, y el color de las flechas ilustra el tamaño de la exposición directa: en gris, exposiciones inferiores a 5 mm de euros; en negro, exposiciones comprendidas entre 5 mm y 15 mm de euros; y en rosa, superiores a 15 mm de euros. Todos los datos corresponden a diciembre de 2020.

entidades bancarias sistémicas, cabe matizar que representan en buena medida tenencias de tesorería, por lo que pueden mostrar una mayor volatilidad que en el caso de otras tenencias con carácter de inversión.

Las interconexiones indirectas son otros canales por los que las entidades financieras pueden estar expuestas a los mismos riesgos, como, por ejemplo, las relaciones a través de sus conexiones con los sectores económicos más vulnerables a la pandemia. Las interconexiones indirectas entre las entidades financieras se pueden producir por exposiciones comunes a los mismos activos, o también por variaciones del valor de otras exposiciones no comunes, cuyos precios estén correlacionados. Ambos tipos de interconexiones indirectas harían que una perturbación en un sector económico determinado incida de manera rápida y simultánea sobre todas aquellas entidades financieras expuestas a dicho sector.

La emergencia del COVID-19 pone de relevancia la importancia de las interconexiones indirectas frente a sectores económicos vulnerables. Se han identificado los siguientes sectores económicos como los más vulnerables a la pandemia: i) hostelería; ii) actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, y iii) transporte y almacenamiento. La estimación del impacto de la pandemia sobre los distintos sectores económicos y la identificación de cuáles han sido los «sectores vulnerables» se han realizado a partir del comportamiento de la actividad

y del empleo. En concreto, para cada sector económico, definido a partir de la clasificación CNAE 2009, se han considerado las tres variables siguientes: i) el cambio en su contribución al PIB —en particular, en la variación en el peso del valor añadido bruto (VAB)—; ii) el porcentaje de los trabajadores en expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) de ese sector respecto al total de trabajadores en ERTE de la economía, y iii) su incidencia sobre la afiliación a la Seguridad Social, comparado con la variación en la afiliación a la Seguridad Social en el total de la economía. En términos generales, se observa que las empresas de los sectores identificados como «sectores vulnerables» son, en su mayoría, empresas de tamaño medio reducido, lo que limita sus posibilidades de acceso a los mercados de capitales, incluso en tiempos normales.

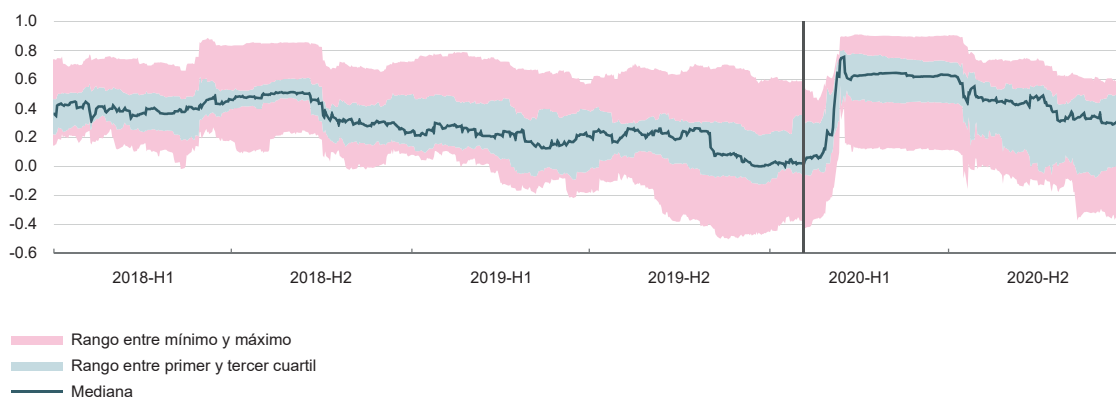
Las correlaciones entre los distintos activos financieros experimentaron un fuerte repunte durante la pandemia y, aunque han descendido progresivamente desde la primavera de 2020, se mantienen en valores más elevados que los previos a la irrupción de aquella. En los primeros meses de 2020, la correlación entre los precios de los diferentes activos de renta fija y variable, provenientes de emisores españoles, estuvo en niveles mínimos y se aproximaba a valores cercanos a cero. Sin embargo, a partir de finales de febrero, esta correlación experimentó un aumento brusco, debido al impacto de la pandemia del COVID-19, alcanzando su máximo a mediados de marzo de 2020 (véase gráfico 4.1, panel 1). Este crecimiento generalizado en la correlación de los diferentes tipos de activos financieros es habitual cuando se registra una perturbación económica negativa de gran magnitud. Desde mediados de marzo de 2020, se observa una mejoría paulatina, en gran parte debida a las medidas de apoyo a la economía puestas en marcha por las autoridades fiscales y los bancos centrales. No obstante, a finales de 2020 esta serie continuaba en niveles superiores a los registrados antes de la irrupción de la pandemia.

La correlación entre los activos del sector financiero y los del conjunto del sector no financiero también aumentó fuertemente con el estallido de la pandemia, para descender paulatinamente después, si bien en este caso se observa un repunte tras la segunda ola (véase gráfico 4.1, panel 2). La correlación entre los activos del sector financiero y los de los sectores vulnerables se mantuvo significativamente por debajo de la correlación general con el conjunto de los sectores económicos (no financieros) antes de la pandemia, pero experimentó un repunte superior en términos relativos tras la irrupción de aquella. La segunda ola parece haber intensificado este proceso, pues a finales de 2020 las correlaciones entre los activos del sector financiero y los de los sectores más vulnerables superaban, por primera vez, a las observadas entre los activos del sector financiero y el conjunto de los sectores económicos.

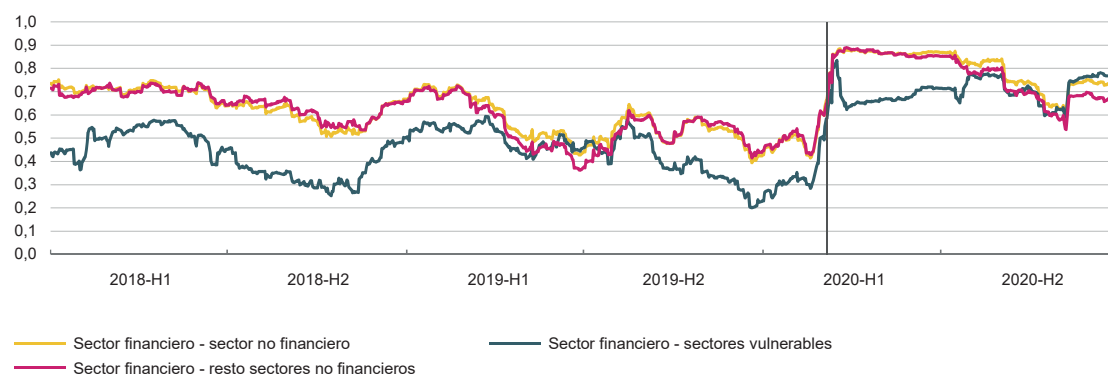
Las interconexiones indirectas por tenencias comunes de activos financieros son elevadas, y se deben en gran parte a tenencias comunes de deuda soberana. Analizando las carteras de valores negociables de los distintos sectores financieros, se pueden identificar los emisores cuyos títulos han sido adquiridos

Gráfico 4.1 Análisis de interconexiones indirectas a través de correlaciones entre precios de activos financieros cotizados

1 Indicador de correlación entre clases de activos (a)



2 Indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero (b)



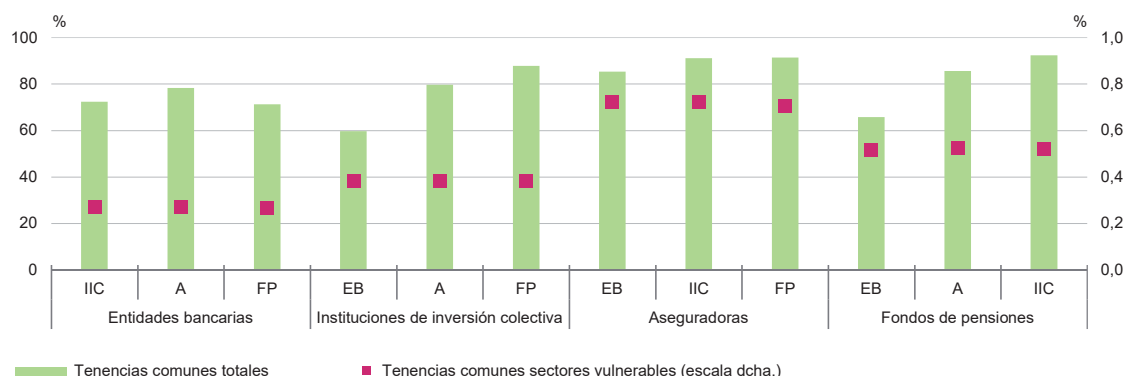
FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- a** 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 de renta variable de entidades financieras, de *utilities* y del resto de los sectores. La recta vertical indica el comienzo del mes de marzo y de las turbulencias en los mercados debido a la crisis sanitaria.
- b** Los indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero recogen pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Los activos considerados para el cálculo son valores de renta variable cotizados de los sectores financiero y no financiero. Dentro de los valores de los sectores no financieros se han considerado, a su vez, dos grupos: los sectores más vulnerables a la pandemia del COVID-19 y el resto de los sectores no financieros no incluidos en el grupo de más vulnerables. La recta vertical indica el comienzo del mes de marzo y de las turbulencias en los mercados debido a la crisis sanitaria.

por más de un sector y el peso que representan las tenencias comunes. El sector bancario es el que tiene un mayor volumen de tenencias comunes totales con el resto de los sectores, debido a que es también el sector con la mayor cartera de valores. Sin embargo, en términos relativos, los porcentajes son similares a las tenencias comunes de los otros sectores (véase gráfico 4.2)⁵⁷. Las tenencias de

⁵⁷ En diciembre de 2020, la cartera del sector bancario valorada a precios de mercado ronda los 660 mm de euros, mientras que las carteras de los sectores financieros no bancarios son de mucho menor tamaño: 276 mm de euros la de las compañías de seguros, 263 mm de euros la de fondos de inversión y 119 mm de euros la de fondos de pensiones.

Gráfico 4.2 Peso de las tenencias comunes de valores negociables en la cartera total. Diciembre de 2020



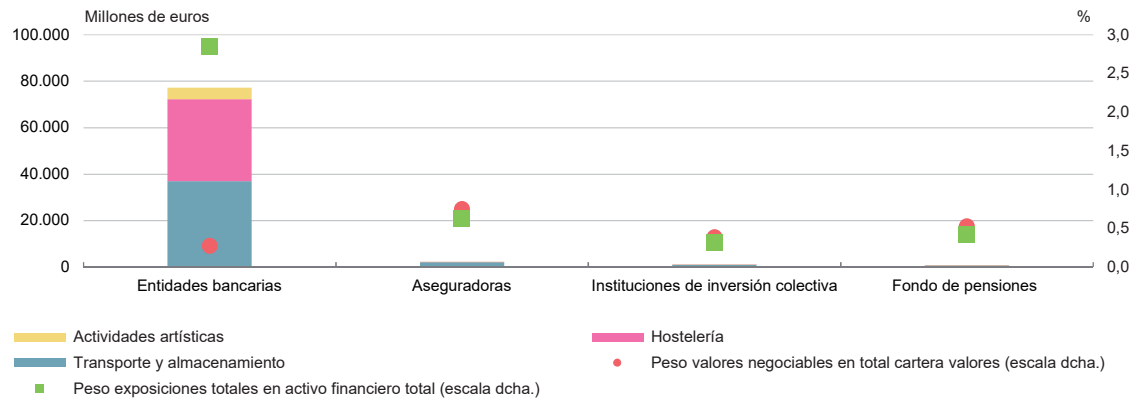
FUENTE: Banco Central Europeo (Securities Holdings Statistics by Sector).

NOTA: Los acrónimos EB, A, IIC y FP se refieren a entidades bancarias, aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones. El gráfico muestra las tenencias comunes de valores negociables, entendiendo por tales la posesión de títulos emitidos por el mismo emisor. Por ejemplo: las tenencias comunes totales entre entidades bancarias e instituciones de inversión colectiva representan el 73 % de la cartera de los bancos y el 60 % de la cartera de las IIC. Se tiene en cuenta el valor de mercado de las tenencias.

deuda pública (especialmente, la emitida por entes públicos nacionales) explican una parte importante de las tenencias comunes. En el caso de las entidades bancarias, más del 50 % de las tenencias comunes con el resto de los sectores financieros son tenencias de deuda pública, mientras que para las aseguradoras este porcentaje ronda el 70 %. En las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones, entre un 30 % y un 45 % de las tenencias comunes con el resto de los sectores financieros son también títulos de deuda pública. Las tenencias comunes de títulos emitidos por empresas clasificadas en sectores vulnerables son relativamente reducidas para todos los sectores financieros, siendo las aseguradoras y las entidades bancarias las que mantienen el volumen más elevado, que es siempre inferior al 1 %.

El sector bancario está particularmente expuesto al riesgo de crédito de las empresas de los sectores vulnerables a la pandemia a través de la financiación concedida, mientras que para las aseguradoras la exposición es más limitada. Las tenencias comunes de valores negociables permiten analizar las interconexiones debidas a aquellas empresas (habitualmente, de gran tamaño) que emiten este tipo de valores en los mercados financieros. Aunque el anteriormente comentado peso de las interconexiones indirectas sea bastante reducido, esto no implica que la exposición crediticia asociada también lo sea. De hecho, la exposición crediticia del sector bancario a los sectores vulnerables a la pandemia es considerable, debido a la concesión de préstamos a empresas de estos sectores, en los que las pymes tienen un peso relevante (véase gráfico 4.3). Atendiendo al volumen total, las grandes empresas reciben un 46 % de la financiación bancaria dirigida a sectores vulnerables, mientras que el resto de los prestatarios reciben un 54 % (empresarios individuales, microempresas y pymes). Por su parte, la exposición de las aseguradoras al riesgo de crédito

**Gráfico 4.3 Exposiciones totales a sectores económicos vulnerables.
Diciembre de 2020**



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

de las empresas de los sectores vulnerables es comparativamente limitada. Su exposición directa a estos sectores se incrementa con la suscripción de riesgo dentro de los ramos de crédito, caución y pérdidas pecuniarias diversas⁵⁸.

⁵⁸ No obstante, las primas devengadas brutas de estos ramos representa menos de un 4 % de las primas totales y únicamente una parte de ellas corresponde a exposiciones a sectores vulnerables.

5 Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico relevantes para la AMCESFI

La AMCESFI, en su condición de autoridad macroprudencial para el sistema financiero español, es destinataria regular de recomendaciones emitidas por la JERS. Esta tiene la facultad de emitir recomendaciones con las que promover a nivel de la UE —o, en casos específicos, de un Estado miembro— actuaciones macroprudenciales con las que prevenir o mitigar un riesgo o vulnerabilidad sistémica identificada. La JERS dirige habitualmente sus recomendaciones a las autoridades relevantes de los Estados miembros de la UE, entre las que se incluyen las autoridades supervisoras sectoriales, la autoridad macroprudencial de ámbito intersectorial e incluso la autoridad de resolución. Asimismo, la JERS también dirige recomendaciones al BCE —en su condición de autoridad supervisora bancaria— y, ocasionalmente, a la Comisión Europea —en asuntos que requieren iniciativa regulatoria—, la Junta Única de Resolución (JUR) y a las autoridades europeas de banca (EBA), valores y mercados (ESMA) y seguros y pensiones de jubilación (EIOPA).

Las recomendaciones de la JERS no son vinculantes y su grado de adhesión es discrecional por parte de las autoridades destinatarias. El cumplimiento de las recomendaciones de la JERS por parte de las autoridades destinatarias (con independencia de si son o no miembros de ella⁵⁹) está sujeto a un principio general de «cumplir o explicar». La estrategia nacional de seguimiento de cada recomendación depende en gran medida de la materialidad del asunto tratado, ya que esta puede ser muy variable entre países de la UE. También es variable la duración del plazo previsto en las recomendaciones para justificar su cumplimiento, pudiendo oscilar desde unas pocas semanas hasta más de un año. La JERS realiza ejercicios multianuales de evaluación de cada una de sus recomendaciones, para determinar si las autoridades cumplen con ellas de manera total, parcial o insuficiente.

Desde la creación de la AMCESFI, en marzo de 2019, la JERS ha emitido nueve recomendaciones que afectan a las autoridades españolas. Estas recomendaciones han ido dirigidas a todos los países de la UE y, de ellas, seis conciernen directamente a la AMCESFI, en su condición de autoridad macroprudencial nacional⁶⁰ en el sentido de la Recomendación JERS/2011/3 (véase cuadro 5.1). En la mayoría de los casos, las recomendaciones que afectan

⁵⁹ El Banco de España, la CNMV y la DGSFP son las tres instituciones españolas representadas en la JERS, y participan en su Junta General (órgano decisorio) y en su Comité Técnico Consultivo (órgano preparatorio), donde se tratan las propuestas de recomendaciones de la JERS.

⁶⁰ Recomendación JERS/2011/3, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales.

Cuadro 5.1 Recomendaciones de la JERS de 2019 y 2020 relevantes para las autoridades españolas

Recomendación de la JERS	AMCESFI	BdE	CNMV	DGSFP	FROB
Recomendación JERS/2020/16, de 22 de diciembre de 2020, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial					
Recomendación JERS/2020/15, de 15 de diciembre de 2020, por la que se modifica la Recomendación JERS/2020/7, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19					
Recomendación JERS/2020/12, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas					
Recomendación JERS/2020/9, de 2 de junio de 2020, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial					
Recomendación JERS/2020/8, de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia de COVID-19					
Recomendación JERS/2020/7, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19					
Recomendación JERS/2020/6, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía					
Recomendación JERS/2019/18, de 26 de septiembre de 2019, relativa al intercambio y a la recopilación de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país					
Recomendación JERS/2019/3, de 21 marzo de 2019, por la que se modifica la Recomendación JERS/2016/14, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles					

FUENTE: AMCESFI.

NOTA: Se indican en color azul las autoridades a las que va dirigida cada recomendación.

a la AMCESFI involucran también al Banco de España o a todos los supervisores sectoriales.

La AMCESFI evalúa las recomendaciones que le competen, apoyándose para su cumplimiento en las otras autoridades nacionales. Las funciones y las facultades asignadas a las autoridades macroprudenciales nacionales difieren notablemente de un país a otro. En España, la AMCESFI tiene principalmente

encomendados cometidos consultivos y de coordinación de las autoridades supervisoras sectoriales, que son las que ostentan la responsabilidad de formular, aprobar e implementar las medidas de política macroprudencial. Esta arquitectura institucional propicia que la AMCESFI siga en enfoque por delegación para la conducta de actuaciones macroprudenciales, como son las que se derivan del cumplimiento de recomendaciones de la JERS⁶¹.

La JERS emitió en 2020 la Recomendación JERS/2020/7 y la Recomendación JERS/2020/15, sobre restricciones al reparto de dividendos y remuneración variable por las entidades financieras. Como parte de un paquete más amplio de recomendaciones de la JERS para hacer frente al impacto del COVID-19, se recomendó restringir las distribuciones de capital de manera total hasta el 31 de diciembre de 2020, y de manera limitada pero flexible hasta el 30 de septiembre de 2021. Su objetivo ha sido asegurar que las instituciones financieras en toda la UE mantuviesen un nivel de capital y una capacidad de absorción de pérdidas suficientes para atenuar los efectos de la crisis provocada por la pandemia y facilitar de esta manera la recuperación económica. Estas recomendaciones afectan a una variedad de entidades financieras, como bancos, empresas de servicios de inversión, cámaras de contrapartida central y aseguradoras, en toda la UE, completando y reforzando iniciativas sectoriales muy similares impulsadas desde el BCE, la EBA, la ESMA, la EIOPA y las autoridades nacionales. El Banco de España, la CNMV y la DGSFP han velado por el apropiado cumplimiento de estas recomendaciones en sus respectivos ámbitos sectoriales, no haciendo necesaria la intervención directa de la AMCESFI.

En 2019, la JERS emitió la Recomendación JERS/2019/18, relativa al intercambio de información acerca de sucursales de entidades de crédito extranjeras con un propósito macroprudencial. Esta recomendación tiene por objetivo facilitar, a partir de acuerdos voluntarios de cooperación y de un mecanismo de peticiones razonadas, el acceso de las autoridades con responsabilidades macroprudenciales a determinada información supervisora relativa a sucursales⁶² bancarias de otro Estado miembro o un tercer país. La JERS considera que las sucursales pueden ser relevantes para la estabilidad financiera local de algunos Estados miembros en los que operan. La AMCESFI delega en el Banco de España (también destinataria de la recomendación) el eventual establecimiento de intercambios de información con otras autoridades macroprudenciales. Debido a la estructura del sistema bancario de nuestro país⁶³, hasta la fecha no se han cursado solicitudes de información sobre sucursales que operan en España, ni tampoco recibido solicitudes sobre sucursales de grupos bancarios españoles en el exterior.

⁶¹ La AMCESFI no tiene la facultad de dirigir recomendaciones a entidades financieras supervisadas. Por este motivo, las recomendaciones de la JERS que requieren interacción con las entidades deben ser ejecutadas por el Banco de España, la CNMV y la DGSFP.

⁶² «Sucursal» en el sentido de establecimiento bancario dependiente de una matriz ubicada en otro país (*branch*, en inglés).

⁶³ La mayoría de las entidades bancarias de otros países con presencia en España están establecidas a través de filiales (*subsidiaries*, en inglés). Igualmente, los bancos españoles con negocio internacional se han asentado en otras jurisdicciones, esencialmente mediante filiales.

La JERS ha emitido también la Recomendación JERS/2020/12, relativa a la identificación de las entidades jurídicas. La JERS ha constatado un nivel de adopción limitado y no uniforme del identificador de entidades jurídicas (código LEI, por sus siglas en inglés) en los mercados. Para remediar esta situación, la JERS invita a la Comisión Europea a proponer legislación conducente a la introducción de un marco común para su uso en la UE antes de junio de 2023. Hasta entonces, la JERS anima a las autoridades pertinentes de los Estados miembros a que: i) exijan a todas las entidades jurídicas que participen en operaciones financieras bajo su supervisión que dispongan de un LEI; ii) incluyan, en la presentación de información financiera, la obligación de identificarse mediante un LEI, y iii) identifiquen, a través de su LEI, a cualquier entidad jurídica sobre la que se divulgue información públicamente. La AMCESFI tiene hasta finales de 2021 para valorar, con el resto de las autoridades nacionales, el alcance de este tema y considerar posibles actuaciones.

En 2019, la JERS emitió la Recomendación JERS/2019/3, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles. Esta recomendación introduce diversas enmiendas a una recomendación previa⁶⁴ de 2016, de la JERS, que tiene por finalidad que las autoridades macroprudenciales nacionales desarrollen marcos de análisis de seguimiento de los mercados inmobiliarios residencial y comercial, según definiciones e indicadores comunes. Con este fin, la limitada disponibilidad de información ha venido siendo identificada por la JERS como uno de los principales obstáculos —con implicaciones también sobre la comparabilidad de análisis entre países—. Con anterioridad a la creación de la AMCESFI en 2019, el Banco de España asumió la responsabilidad de cumplir con esta recomendación, por recaer dentro su ámbito funcional como autoridad supervisora facultada para recabar regularmente de las entidades de crédito la información financiera prevista en la recomendación de la JERS.

⁶⁴ Recomendación JERS/2016/14.

Recuadro 5.1 Los trabajos de la AMCESFI en relación con la Recomendación JERS/2020/8 ¹

La JERS adoptó el 27 de mayo de 2020 la Recomendación JERS/2020/8, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia del COVID-19. Esta recomendación va dirigida a las autoridades macroprudenciales de todos los Estados miembros de la Unión Europea —la AMCESFI en el caso de España—. Para operacionalizar el cumplimiento con los objetivos de esta recomendación, la AMCESFI creó en 2020 un Subcomité de Medidas COVID-19, que ha llevado a cabo un trabajo de recopilación y remisión trimestral a la JERS de información sobre las medidas aprobadas para minimizar el impacto de la crisis sanitaria sobre la economía. A partir de esta información, el trabajo del subcomité se ha enfocado en dos cuestiones: por una parte, el desarrollo de un conjunto de indicadores sobre las características de las medidas y, por otra, la realización de un estudio del impacto de

estas medidas sobre la estabilidad financiera. Este recuadro presenta un breve resumen de las principales conclusiones alcanzadas.

En el contexto de enorme complejidad y elevada incertidumbre que ha deparado la pandemia del COVID-19, la respuesta de política económica ha ido orientada a reforzar la resistencia de la economía española, minimizar el impacto social y facilitar la rápida recuperación económica. A 31 de diciembre de 2020, en España se había adoptado un ambicioso conjunto de medidas por un total de 202.675 millones de euros, lo que representa el 18 % del PIB de 2020. Estas medidas pueden ser clasificadas en dos grupos principales: i) medidas de ayuda directa, que suponen un 4 % del PIB de 2020, y ii) medidas de apoyo a la liquidez (el 14 % del PIB de 2020).

Dentro de las medidas de apoyo a la liquidez, destacan las moratorias de préstamos bancarios y los avales públicos sobre préstamos. El objetivo

Cuadro 5.2 Resumen de las medidas de liquidez adoptadas (cifras en millones de euros)

Tipos de medidas adoptadas	Importe anunciado	% sobre el PIB 2020	Importe utilizado (a)	% sobre el PIB 2020
Moratorias	-	-	54.403	4,85
Garantías públicas	143.000	12,75	89.041	7,94
Participación accionarial	10.000	0,89	475	0,04
Medidas tributarias y Seguridad Social (liquidez)	4.764	0,42	4.764	0,42
Total liquidez	157.764	14,06	94.280	8,41

FUENTE: AMCESFI.

a El importe total utilizado no incluye las moratorias dado que no se trata de una medida de liquidez que esté financiando el sector público.

¹ Para más detalles, véase el documento ocasional de la AMCESFI «Análisis de las medidas públicas de apoyo adoptadas en España frente al COVID-19 desde el punto de vista de la estabilidad financiera», de julio de 2021.

Recuadro 5.1 Los trabajos de la AMCESFI en relación con la Recomendación JERS/2020/8 (cont.)

Cuadro 5.3 Resumen de las medidas de gasto adoptadas (cifras en millones de euros)

Tipos de medidas adoptadas	Importe	% sobre el PIB 2020
Subvenciones (ERTE, incapacidad temporal y cese de actividad)	21.520	1,92
Exoneraciones ERTE y autónomos	7.791	0,69
Otras medidas de gasto COVID-19	15.596	1,39
Total	44.907	4,00

FUENTE: AMCESFI.

de los avales públicos es atender a las necesidades de liquidez de las empresas no financieras y autónomos derivadas de la reducción de ingresos y dificultades para reducir gastos en la misma medida. En total, se han aprobado líneas por 143 mm de euros, destacando las líneas de avales ICO, de 100 mm y 40 mm de euros.

Se analizan cuatro aspectos del impacto de las líneas de avales sobre la estabilidad financiera: i) **impacto sobre la evolución del crédito en España;** ii) **impacto sobre las condiciones de los préstamos concedidos en España;** iii) **impacto sobre los balances bancarios, y iv) posibles riesgos.** El nuevo crédito a sociedades no financieras creció fuertemente, en términos interanuales, en el período de marzo a junio de 2020. Entre abril y junio, más de un 60% de los préstamos bancarios nuevos fueron otorgados a través del programa de avales públicos del ICO. Por lo tanto, los avales ICO fueron claves para hacer frente a las necesidades de liquidez de las empresas, que se agudizaron en ese período como consecuencia de las medidas implementadas para luchar contra la expansión del COVID-19.

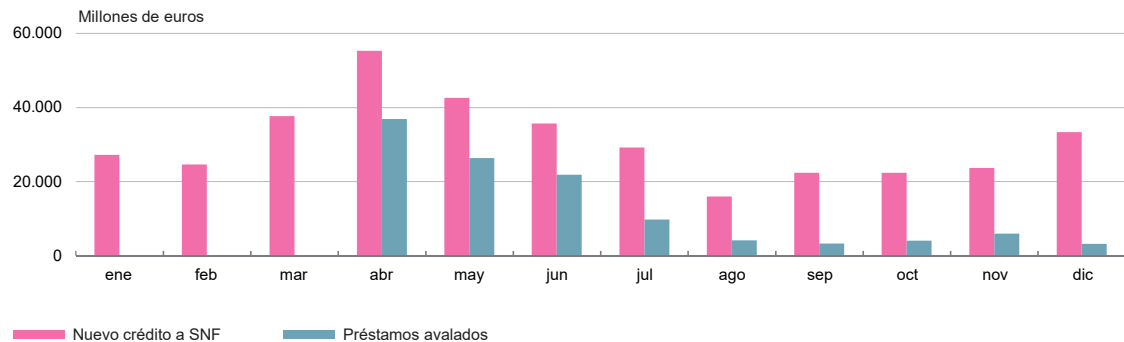
El crédito avalado por el ICO se ha concentrado en las empresas con

más dificultad de acceso al crédito: fundamentalmente, en pymes y autónomos (el 98% de las operaciones realizadas) y en los sectores más afectados por la crisis. Por otra parte, los préstamos avalados han permitido que las empresas tengan acceso a préstamos con condiciones más favorables, lo que queda reflejado en los vencimientos muy superiores que tienen los préstamos avalados respecto a los préstamos tradicionales, e igualmente en unos costes inferiores. Los programas de avales públicos también han influido positivamente sobre los balances de los bancos, porque suponen un menor consumo de capital, debido a que los préstamos tienen, por la parte avalada del crédito, tratamiento regulatorio preferencial de riesgo de crédito correspondiente al soberano español. Además, en caso de que el préstamo resultase impagado, el banco está cubierto en el importe del aval.

El objetivo de las moratorias es proteger a las familias y a las personas en situación de especial vulnerabilidad y dar apoyo a las empresas de los sectores más afectados por la pandemia. Se han establecido cinco tipos distintos de moratorias: i) moratoria legislativa de las deudas hipotecarias; ii) moratoria legislativa para personas físicas en situación de

Recuadro 5.1 Los trabajos de la AMCESFI en relación con la Recomendación JERS/2020/8 (cont.)

Gráfico 5.1 Evolución del crédito avalado en 2020



FUENTE: AMCESFI.

vulnerabilidad; iii) moratorias sectoriales; iv) moratorias referidas al sector turístico, y v) moratorias al sector del transporte público de mercancías y discrecional de viajeros en autobús. Estos cinco programas han dado lugar a un elevado volumen de solicitudes a lo largo de 2020. Concretamente, a finales de año se habían producido 1,5 millones de solicitudes, de las que fueron concedidas más del 90 %. Las moratorias han permitido amortiguar el impacto inicial de la pandemia y, a sus beneficiarios, resolver sus necesidades de liquidez a corto plazo. La gestión prudente de estas medidas será importante para continuar moderando posibles problemas de liquidez de los acreditados y, simultáneamente, preservar unos incentivos de repago adecuados.

A finales de diciembre de 2020, el saldo vivo de los créditos en suspensión temporal de sus obligaciones de pago por los programas de moratorias ascendía a 56.168 millones de euros, lo que representa un 8 % del total de crédito concedido elegible para acceder a moratorias. Casi el 56 % del total de las moratorias concedidas a trabajadores autónomos se concentran en tres sectores notablemente afectados por la pandemia (comercio, hostelería y otros servicios),

que, junto con las concedidas a los sectores de actividades profesionales, científicas, transporte, construcción y actividades manufactureras, representan el 80 % de las moratorias de crédito concedidas en 2020. En cuanto a la situación crediticia de los casi 22 mm de euros de moratorias vencidas o desistidas, casi tres cuartas partes se encuentran en una situación crediticia normal, en la que su riesgo no se ha incrementado; casi el 20 % se encuentran en vigilancia especial; y solo el 6 % estaría en dudoso al inicio del año. Tienen mayor probabilidad de entrar en riesgo las moratorias que comenzaron siendo legales, los hogares más vulnerables o endeudados, las moratorias que tienen un aval cubriendo su riesgo o con un cabeza de familia con más edad y aquellas en las que el hogar pertenece a una región más golpeada por la pandemia en términos de empleo.

Las medidas adoptadas han tenido un efecto beneficioso sobre los mercados de valores. La mayoría de estas medidas son de carácter indirecto y, por tanto, de difícil cuantificación, mientras que las de impacto directo son más limitadas en términos cuantitativos. Destaca la contribución de medidas dirigidas a aliviar las necesidades de liquidez de los agentes

Recuadro 5.1 Los trabajos de la AMCESFI en relación con la Recomendación JERS/2020/8 (cont.)

(fundamentalmente, autónomos, pymes y empleados acogidos a ERTE), por el papel que estos agentes pueden desempeñar como inversores, de forma que las medidas podrían haber tenido el efecto, difícil de cuantificar, de reducir las necesidades de reembolso en fondos de inversión. Además, entre las medidas con impacto directo destacan los avales públicos a emisiones de pagarés. En total, se han emitido 470,8 millones de euros durante 2020 y 217,7 millones de euros más en el primer trimestre de 2021.

También se han aprobado medidas para reforzar los mecanismos que contribuyen a que el sector asegurador mantenga su capacidad de dar soporte a la actividad empresarial. Se ha puesto en marcha un programa de reaseguro

sobre riesgos de crédito de tomadores domiciliados en España. Mediante este programa, el Consorcio de Compensación de Seguros otorga la cobertura de reaseguro proporcional de la modalidad «cuota-parte» de hasta el 60 %, en las mismas condiciones que se hayan concluido con sus reaseguradores privados por parte de las aseguradoras participantes, y extiende su cobertura hasta una pérdida máxima para el Consorcio de 500 millones de euros. Los datos disponibles apuntan a que se trata de una medida que está siendo efectiva, al apoyar el mantenimiento de la oferta de seguro de crédito en niveles sustancialmente similares a los precedentes. También se ha aprobado la posibilidad —excepcional y transitoria— de disposición anticipada de los derechos consolidados en los planes de pensiones.

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos

Gráfico A.1

Riesgo macroeconómico

- 1 Tasa de variación intertrimestral 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 depósito
- 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 *libor* y el *O/S* 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
- 5 Emisiones de renta variable de empresas españolas
- 6 Ratio crédito-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

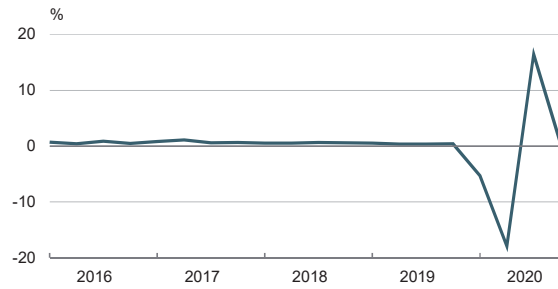
Gráfico A.7

Riesgos estructurales e interconexiones

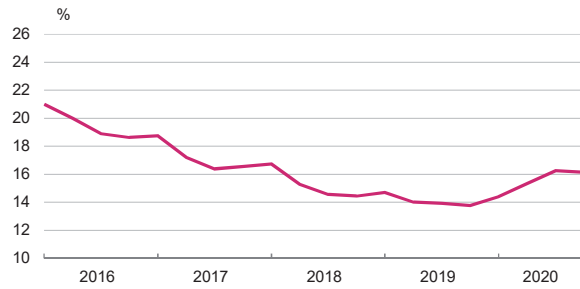
- 1 Evolución de activos del sector financiero
- 2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros
- 3 Fondos de inversión
- 4 Evolución de activos de aseguradoras y fondos de pensiones
- 5 Pasivos del sector bancario, por sectores
- 6 Evolución del indicador de riesgo sistémico

Gráfico A.1 Riesgo macroeconómico

1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes (a)



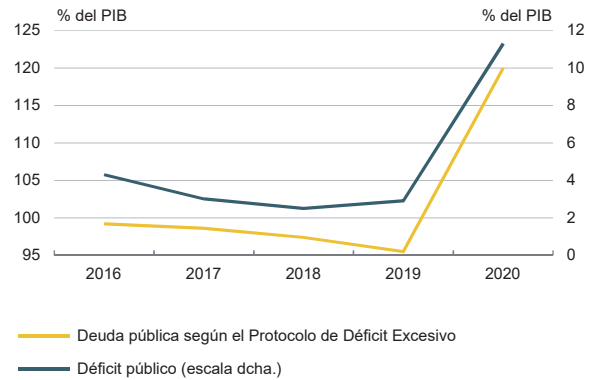
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos



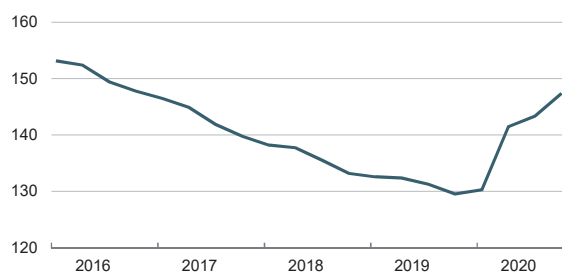
FUENTE: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

a Tasa de variación trimestral.

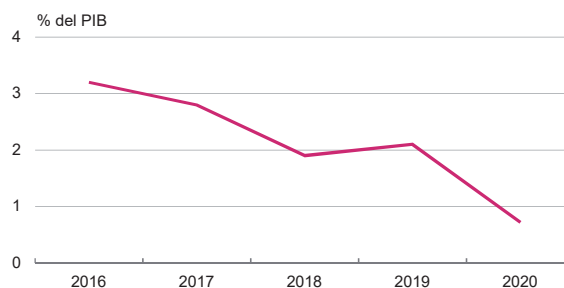
b Tasa de variación anual.

Gráfico A.1 Riesgo macroeconómico (cont.)

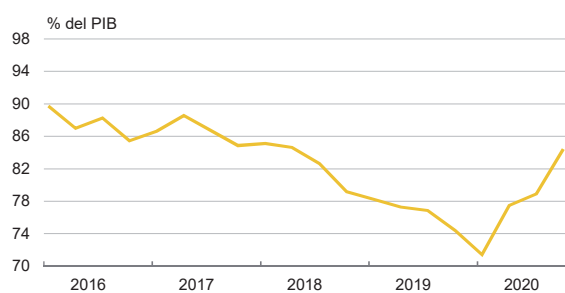
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



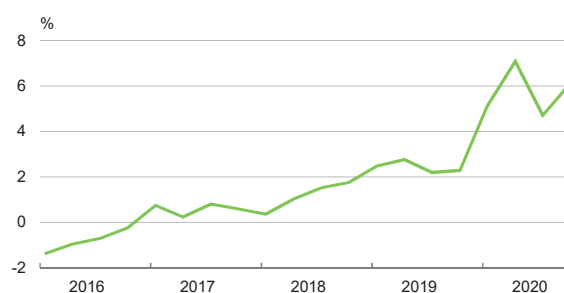
6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (CLU) (b)

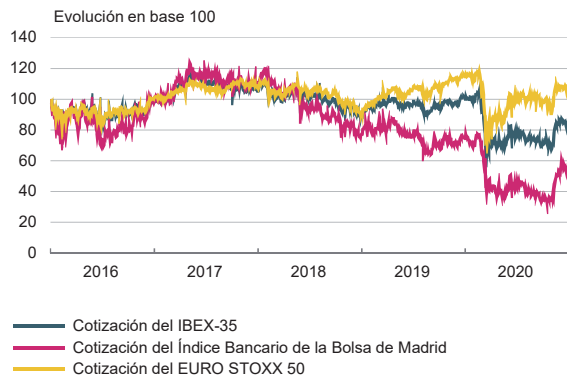


FUENTE: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

- 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

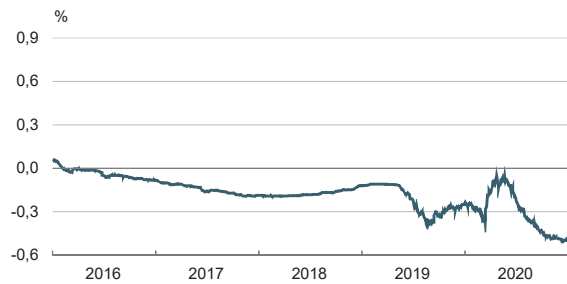
1 Mercados de renta variable



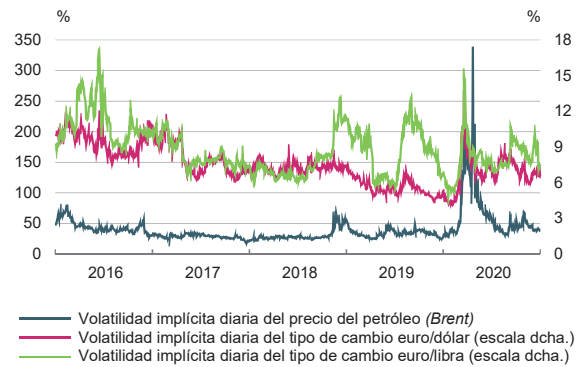
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



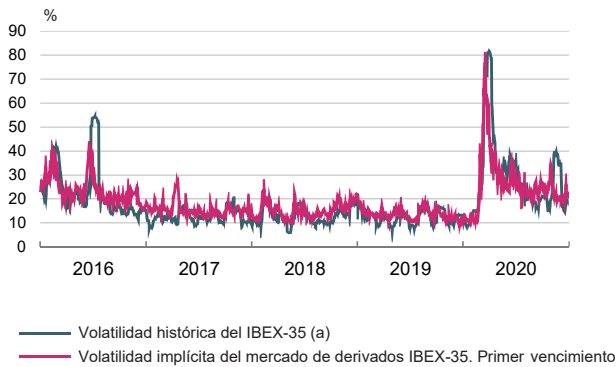
3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



5 Volatilidad del IBEX-35

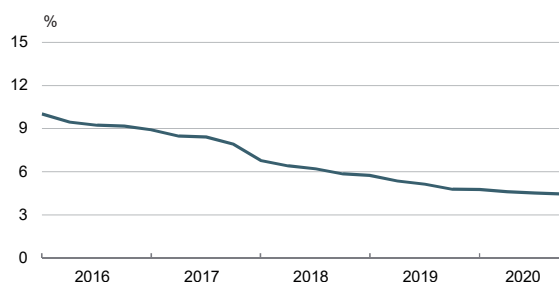


FUENTE: Datastream.

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)



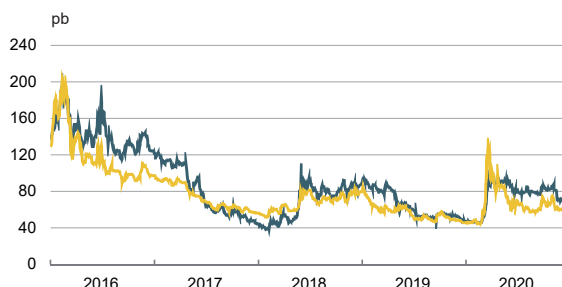
2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito (a)



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

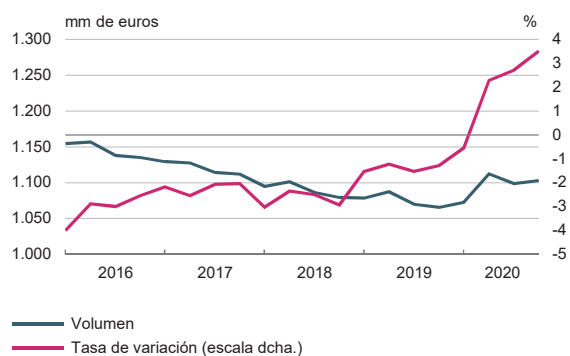


4 Indicadores de *credit default swap* (b)

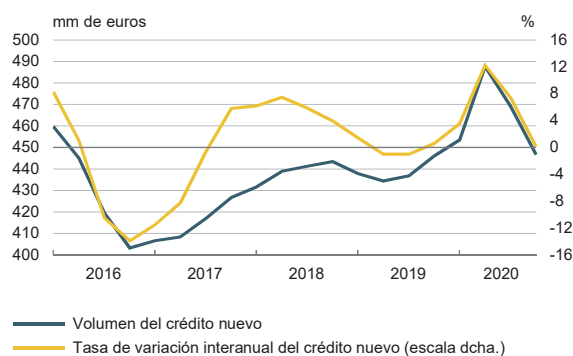


— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades financieras españolas
— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades no financieras españolas

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.

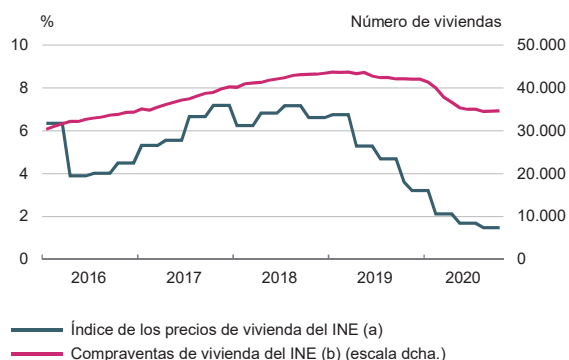
b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX-35.

c Hogares y sociedades no financieras.

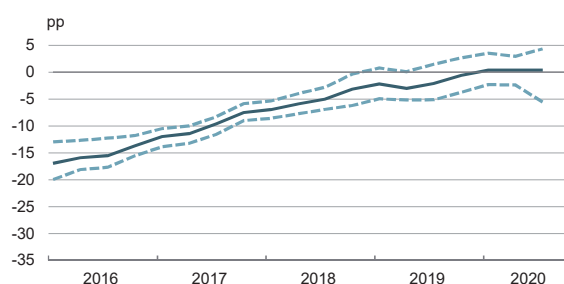
d Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A.4 Riesgo inmobiliario

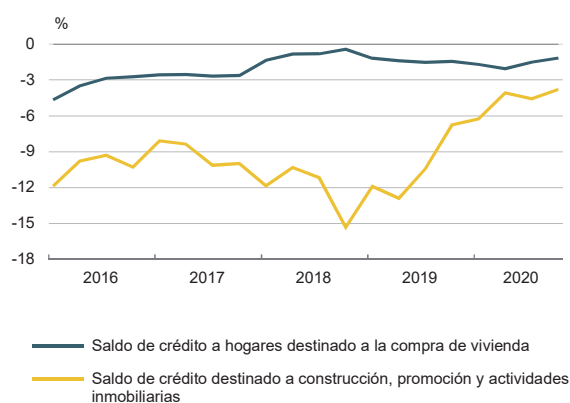
1 Evolución del mercado inmobiliario



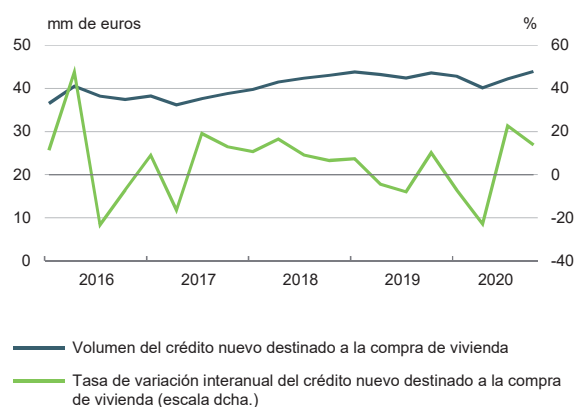
2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda (c)



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.

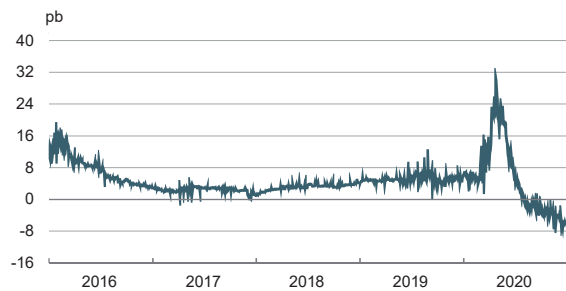
c La línea continua y las líneas discontinuas representan, respectivamente, los valores promedio —mínimos y máximos— de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto 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.

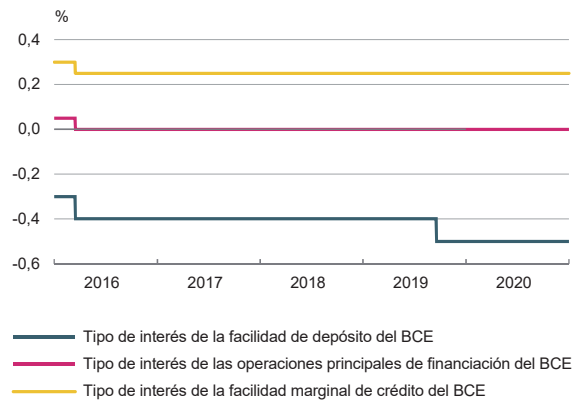
e Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A.5 Riesgo de liquidez y financiación

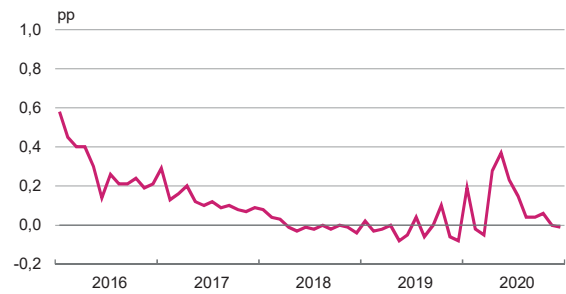
1 Diferencial entre el líbor y el O/S a tres meses



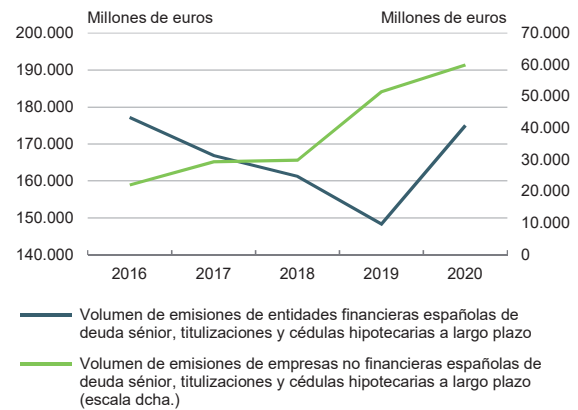
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



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



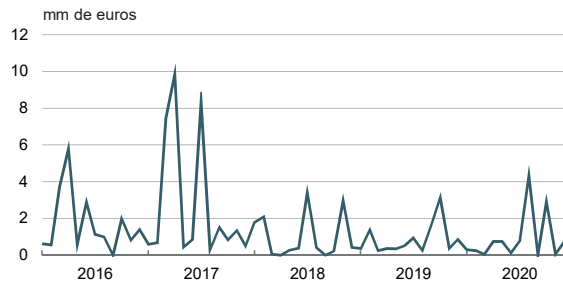
4 Emisiones de renta fija



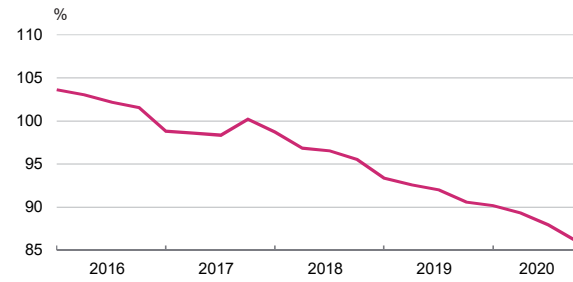
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

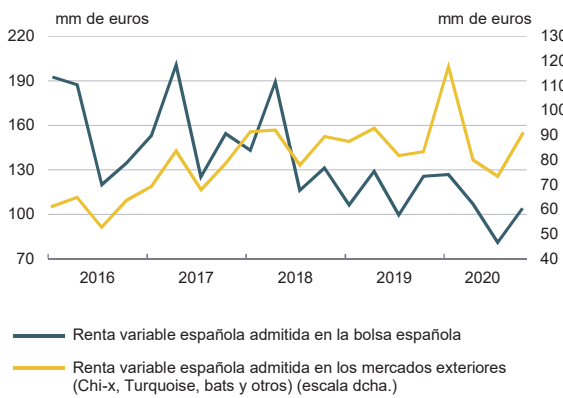
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



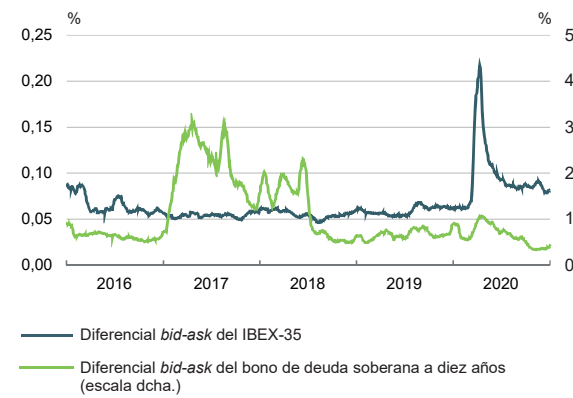
6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes



7 Contratación de renta variable española



8 Diferenciales *bid-ask*

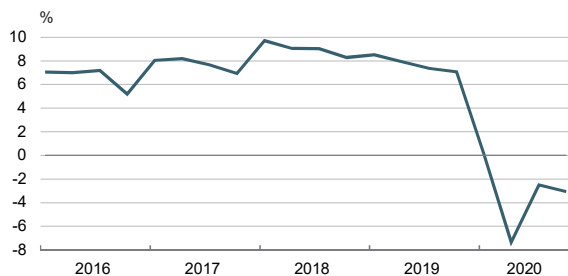


FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

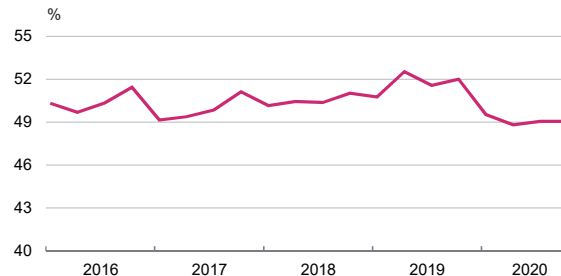
a Hogares y sociedades no financieras.

Gráfico A.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Bancos Datos consolidados

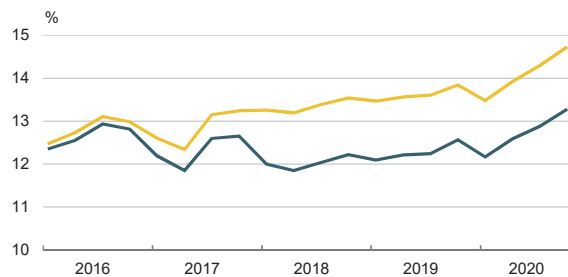
1 Return on equity (ROE) (a)



2 Ratio cost to income (b)

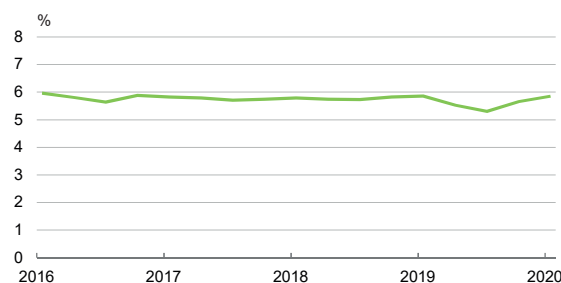


3 Ratios de capital



— Ratio de capital Tier 1 (phase in)
— Ratio de CET1 (phase in)

4 Ratio de apalancamiento (phase in)

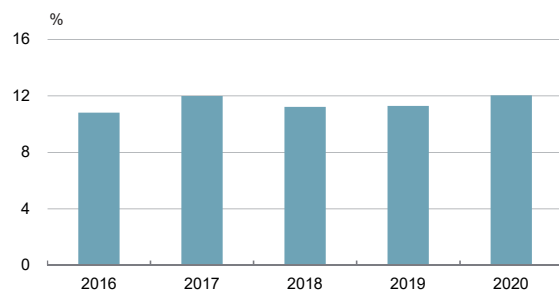


FUENTE: Banco de España.

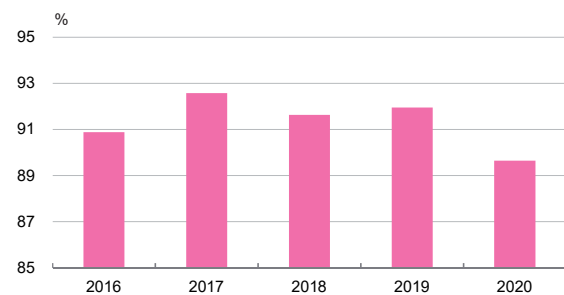
- a Resultado neto sobre patrimonio neto medio.
b Gastos de explotación sobre margen bruto.

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

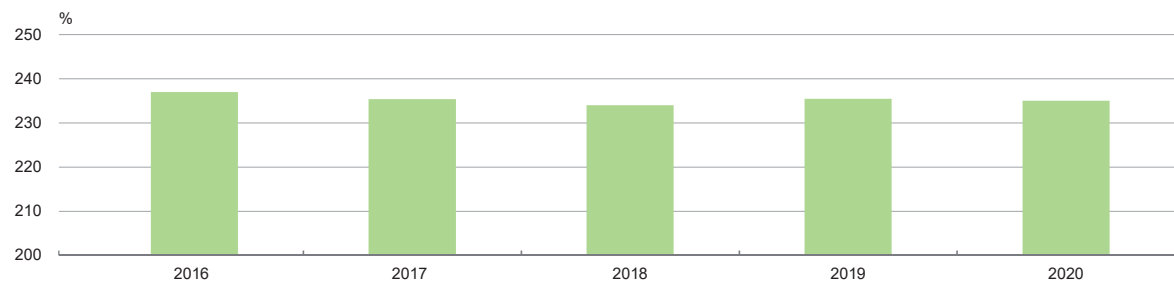
5 *Return on equity* (ROE)



6 Ratio combinado bruto no vida



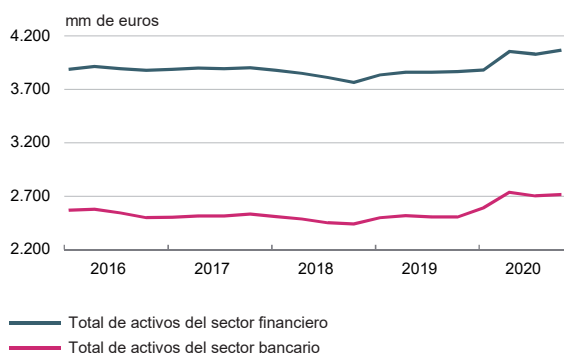
7 Ratio de solvencia



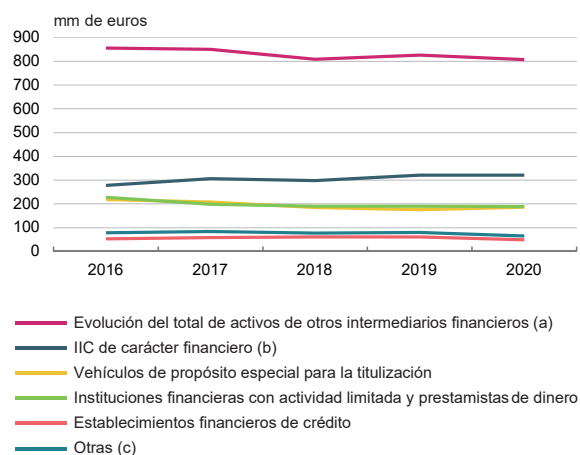
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A.7 Riesgos estructurales e interconexiones

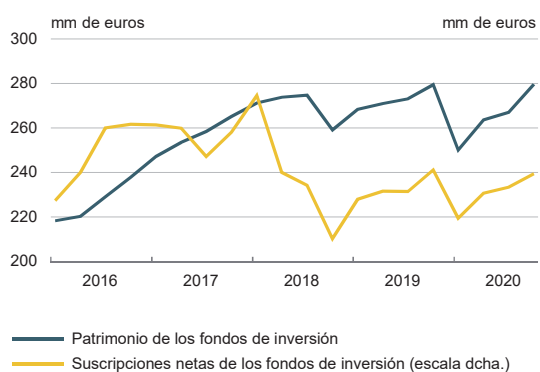
1 Evolución de activos del sector financiero



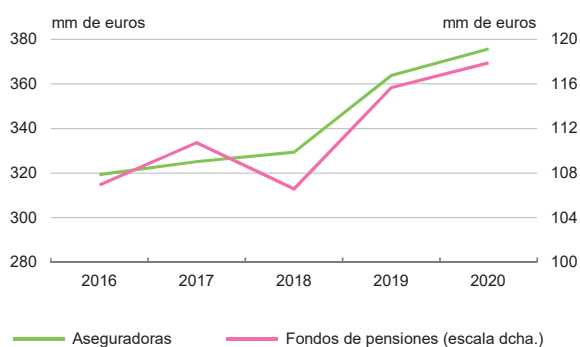
2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros



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.

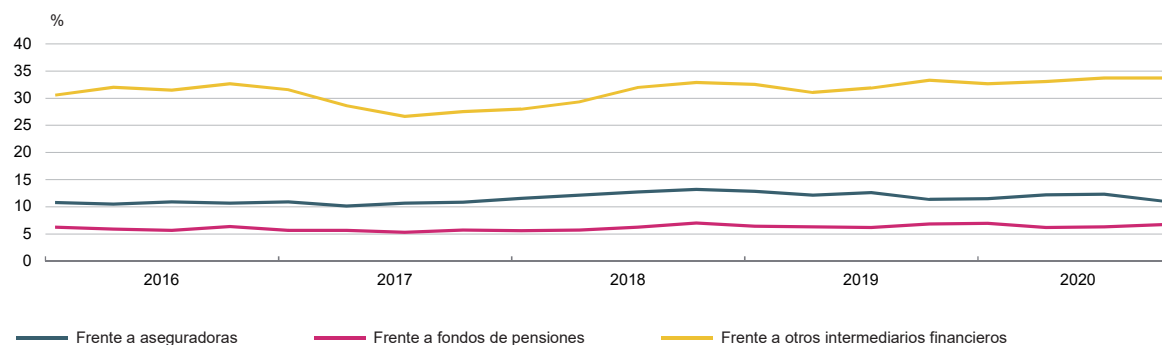
a Dato de 2020, provisional.

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

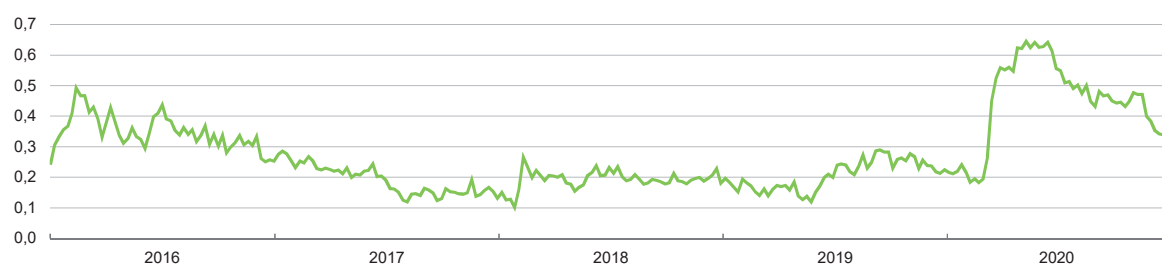
c A partir de 2020, los activos de la Sareb, por la reclasificación de esta entidad como Administraciones Públicas, no están incluidos en este epígrafe.

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

5 Pasivos del sector bancario, por sectores (a)



6 Evolución del indicador de riesgo sistémico (b)



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

a Distribuciones en porcentaje sobre los pasivos totales frente al sector financiero.

b 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.

Anejo 2 Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España

«Análisis de las medidas públicas de apoyo adoptadas en España frente al COVID-19 desde el punto de vista de la estabilidad financiera»

Judith Arnal (coord.), Francisco Carrasco, Lucía Paternina, Gema Pedrón, Lourdes Ramos y Raquel Vegas

Documento ocasional de la AMCESFI, julio de 2021

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional

«Presentación del monográfico de *Información Comercial Española* “Política macroprudencial en España: instituciones e instrumentos”»

Carlos San Basilio

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

«AMCESFI - La política macroprudencial en España y en el marco internacional»

Judith Arnal, Juan Luis Díez Gibson, Javier Muñoz Moldes y M.^a Eugenia Menéndez-Morán Pazos

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

«Política fiscal y estabilidad financiera: los efectos de los avales públicos en respuesta a la crisis del COVID-19»

Judith Arnal, Fernando Hernández, Ana Pajón y Lucía Paternina

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2019

«Herramientas macroprudenciales en el sector asegurador español»

Magdalena Rubio Benito y Francisco Carrasco Bahamonde

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Nota de estabilidad financiera n.º 18, abril de 2021

Nota de estabilidad financiera n.º 17, enero de 2021

Nota de estabilidad financiera n.º 16, octubre de 2020

Nota de estabilidad financiera n.º 15, julio de 2020

Nota de estabilidad financiera n.º 14, abril de 2020

Nota de estabilidad financiera n.º 13, enero de 2020

Monitor de la intermediación financiera no bancaria en España - Ejercicio 2019

«La extensión de las herramientas macroprudenciales a la intermediación financiera no bancaria en el sector de la inversión colectiva»

Eudald Canadell Casanova y María Isabel Cambón Murcia

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

«Análisis sobre el apalancamiento de los fondos de inversión alternativa españoles»

Gema Pedrón

Artículo del *Boletín Trimestral* de la CNMV, correspondiente al primer trimestre de 2021

Deconstrucción del riesgo sistémico: un método de prueba de resistencia inversa

Javier Ojea-Ferreiro

Documento de trabajo n.º 74 de la CNMV

«Test de estrés para fondos de inversión mobiliaria»

Ramiro Losada y Albert Martínez Pastor

Artículo del *Boletín Trimestral* de la CNMV, correspondiente al cuarto trimestre de 2020

«Resolución de entidades de contrapartida central: cómo evaluar y tratar los recursos financieros disponibles»

María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto

Artículo del *Boletín Trimestral* de la CNMV, correspondiente al cuarto trimestre de 2020

Análisis del efecto de las restricciones sobre la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020

Ramiro Losada López y Albert Martínez Pastor

Documento de la CNMV. Julio 2020

«Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión»

Javier Ojea-Ferreiro

Artículo del *Boletín Trimestral* de la CNMV, correspondiente al segundo trimestre de 2020

Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores

«Evolución de las conexiones entre bancos y sectores financieros no bancarios en el sistema financiero español»

Patricia Stupariu, José Alonso Olmedo y María Isabel Cambón Murcia

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

Banco de España

Informe de Estabilidad Financiera, primavera de 2021

Informe de Estabilidad Financiera, otoño de 2020

Informe de Estabilidad Financiera, primavera de 2020

Memoria de Supervisión 2020

«Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Primer semestre de 2021»

Pana Alves, Jorge Galán, Luis Fernández Lafuerza y Eduardo Pérez Asenjo

Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, del Banco de España, 3/2021

«Medidas de apoyo en el sector bancario: moratorias de préstamos»

Gabriel Jiménez, Eduardo Pérez Asenjo, Raquel Vegas y Carlos Trucharte

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 40, primavera de 2021

«Estimating the cost of equity for financial institutions»

Luis Fernández Lafuerza y Javier Mencía

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 40, primavera de 2021

«La adaptación de la función de supervisión de las entidades de crédito a la crisis derivada del COVID-19»

Sonsoles Eirea, María Oroz y Carlos Díez

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 40, primavera de 2021

«Función y puesta en práctica de las nuevas herramientas macroprudenciales a disposición del Banco de España»

Christian Castro y Ángel Estrada

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 40, primavera de 2021

«Cyber risk as a threat to financial stability»

Francisco Herrera, José Munera y Paul Williams

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 40, primavera de 2021

«Diseño de escenarios macroeconómicos para las pruebas de resistencia de cambio climático»

Pablo Aguilar, Beatriz González y Samuel Hurtado

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 40, primavera de 2021

«El cuadro de mandos de la política macroprudencial»

Ángel Estrada y Javier Mencía

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

«Nuevas herramientas macroprudenciales para las entidades de crédito»

Carlos Trucharte

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

«Evidencia sobre el impacto y la efectividad de las herramientas macroprudenciales»

Carmen Broto y Jorge Galán

Información Comercial Española, n.º 918, febrero de 2021

«Model-based indicators for the identification of cyclical systemic risk»

Jorge E. Galán y Javier Mencía

Empirical Economics (2021)

«The Financial Transmission of Housing Booms: Evidence from Spain»

Alberto Martín, Enrique Moral-Benito y Tom Schmitz

American Economic Review, vol. 111, n.º 3, marzo de 2021

«La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del Covid-19»

Rebeca Anguren, Luis Gutiérrez de Rozas, Esther Palomeque y Carlos José Rodríguez García

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 39, otoño de 2020

«Retos asociados al uso de las calificaciones crediticias de las agencias en el contexto de la crisis del Covid-19»

Elena Rodríguez de Codes, Antonio Marcelo, Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Fabián Arrizabalaga y Patricia Stupariu

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 39, otoño de 2020

«At-risk measures and financial stability»

Jorge E. Galán y María Rodríguez-Moreno

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, n.º 39, otoño de 2020

«Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero»

Pana Alves, Fabián Arrizabalaga, Javier Delgado, Jorge Galán, Eduardo Pérez Asenjo, Carlos Pérez Montes y Carlos Trucharte

Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, del Banco de España

«La evolución reciente del coste de capital bancario europeo»

Luis Fernández Lafuerza y Javier Mencía

Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, del Banco de España

«Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero»

Pana Alves, Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Fabián Arrizabalaga, Javier Delgado, Gabriel Jiménez, Eduardo Pérez Asenjo, Carlos Pérez Montes y Carlos Trucharte

Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, del Banco de España

Screening and loan origination time: lending standards, loan defaults and bank failures

Mikel Bedayo, Gabriel Jiménez, José-Luis Peydró y Raquel Vegas

Documentos de Trabajo, n.º 2037, del Banco de España (2020)

The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk

Jorge E. Galán

Documentos de Trabajo, n.º 2007, del Banco de España (2020)

Measuring the procyclicality of impairment accounting regimes: a comparison between IFRS 9 and US GAAP

Alejandro Buesa, Francisco Javier Población García y Javier Tarancón

Documentos de Trabajo, n.º 2003, del Banco de España (2020)

Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del COVID-19

Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Documentos Ocasionales n.º 2020, del Banco de España (2020)

Retrenchment of euro area banks and international banking models

María Rodríguez-Moreno, María Isabel Argimón, Isabel Ortiz y Elena Fernández

ESRB Working Paper, n.º 112 (2020)

Glosario

AAPP	Administraciones Públicas
ABE	Autoridad Bancaria Europea
AMCESFI	Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera
APP	<i>Asset Purchase Programme</i> (Programa de compra de activos)
APR	Activos ponderados por riesgo
AT	Activo total
AT1	<i>Additional Tier 1</i>
ATM	Activos totales medios
BCBS	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i>
BCE	Banco Central Europeo
BdE	Banco de España
BOE	<i>Boletín Oficial del Estado</i>
CCA	Colchón de capital anticíclico
CCAS	Colchón de capital anticíclico sectorial
CCC	Colchón de conservación de capital
CCoB	<i>Capital Conservation Buffer (CCC)</i>
CCyB	<i>Countercyclical Capital Buffer (CCA)</i>
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COVID-19	<i>Coronavirus disease 2019</i> (enfermedad por coronavirus 2019)
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i>
CRE	<i>Commercial Real Estate</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CRS	Colchón de riesgos sistémicos
CSBB	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> (Programa de compras de deuda corporativa)
CTEF	Comité Técnico de Estabilidad Financiera (AMCESFI)
DFR	<i>Deposit facility rate</i>
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (MINECO)
D-SIB	<i>Domestic Systemically Important Bank</i> (OEIS)
EBA	<i>European Banking Authority</i>
EBITDA	<i>Earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation</i> (resultado antes de intereses, depreciaciones y amortizaciones)
ECB	<i>European Central Bank</i> (BCE)
ECC	Entidad de contrapartida central

EEE	Espacio Económico Europeo
EEMM	Estados miembros
EF	<i>Economic function</i>
EFC	Establecimientos financieros de crédito
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
FIA	Fondos de inversión alternativa
FMI	Fondo Monetario Internacional
FP	Fondos propios
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	<i>Financial Stability Board</i>
FSR	<i>Financial Stability Report</i> (IEF)
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
G-SIB	<i>Global Systemically Important Bank</i> (EISM)
G-SII	<i>Global Systemically Important Institution</i> (EISM)
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	Instituciones de inversión colectiva
IMF	<i>International Monetary Fund</i> (FMI)
INE	Instituto Nacional de Estadística
IRS	Indicador de riesgo sistémico
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
LEI	<i>Legal Entity Identifier</i> (identificador de entidad jurídica)
LGD	<i>Loss Given Default</i> (pérdida en caso de impago)
LTi	<i>Loan-to-Income</i> (cociente entre el valor del préstamo y los ingresos del prestatario)
LTP	<i>Loan-to-Price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
LTRO	<i>Longer-Term Refinancing Operations</i> (operaciones de financiación a plazo más largo)
LTV	<i>Loan-to-Value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)

MINECO	Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital
mm	Miles de millones
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
NBFI	<i>Non-banking financial intermediation</i> (IFNB)
OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
OIF	Otras instituciones financieras
OIS	<i>Overnight Interest Swap</i>
O-SII	<i>Other Systemically Important Institution</i> (OEIS)
P2G	<i>Pillar 2 guidance</i> (recomendación de Pilar 2)
P2R	<i>Pillar 2 requirement</i> (requerimiento de Pilar 2)
pb	Puntos básicos
PD	<i>Probability of default</i> (probabilidad de impago)
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (Programa de compra de emergencia pandémica)
PER	<i>Price earnings ratio</i> (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
PIB	Producto interior bruto
PIIN	Posición de inversión internacional neta
PMI	<i>Purchasing Managers' Index</i>
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
RWA	<i>Risk Weighted Assets</i> (APR)
SFNB	Sector financiero no bancario
SGTFI	Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional (MINECO)
SHS	<i>Securities holdings statistics</i>
SHSS	<i>Securities holdings statistics by sector</i>
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SNF	Sociedades no financieras
SRB	<i>Single Resolution Board</i> (JUR)
SSM	<i>Single Supervisory Mechanism</i> (MUS)
SyRB	<i>Systemic Risk Buffer</i> (CRS)
T2	<i>Tier 2</i>
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
TR	Trimestre
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

Fecha de cierre: 28 de julio de 2021.

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, 2021
ISSN: 2660 - 4116