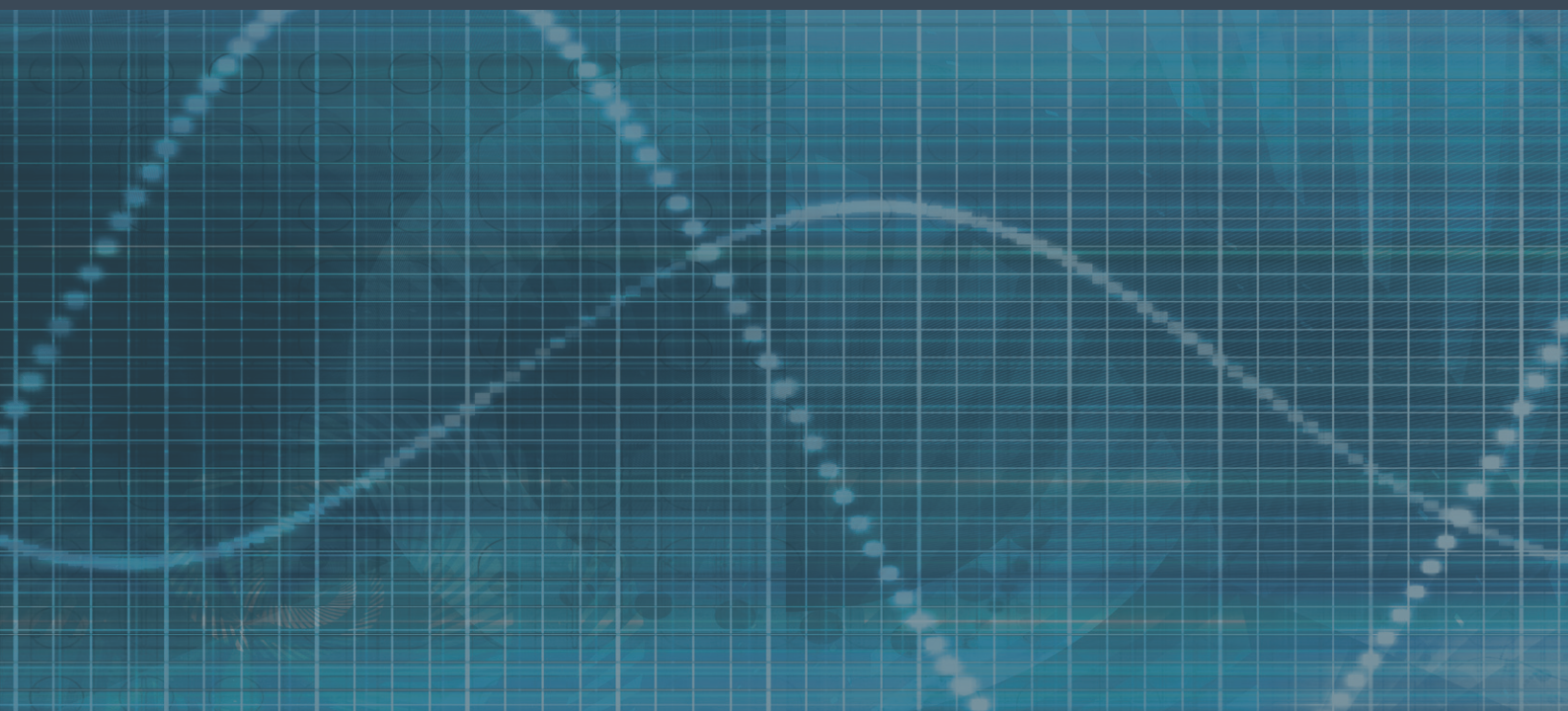


INFORME ANUAL

2021

AMCESFI | Autoridad Macropudencial
Consejo de Estabilidad Financiera



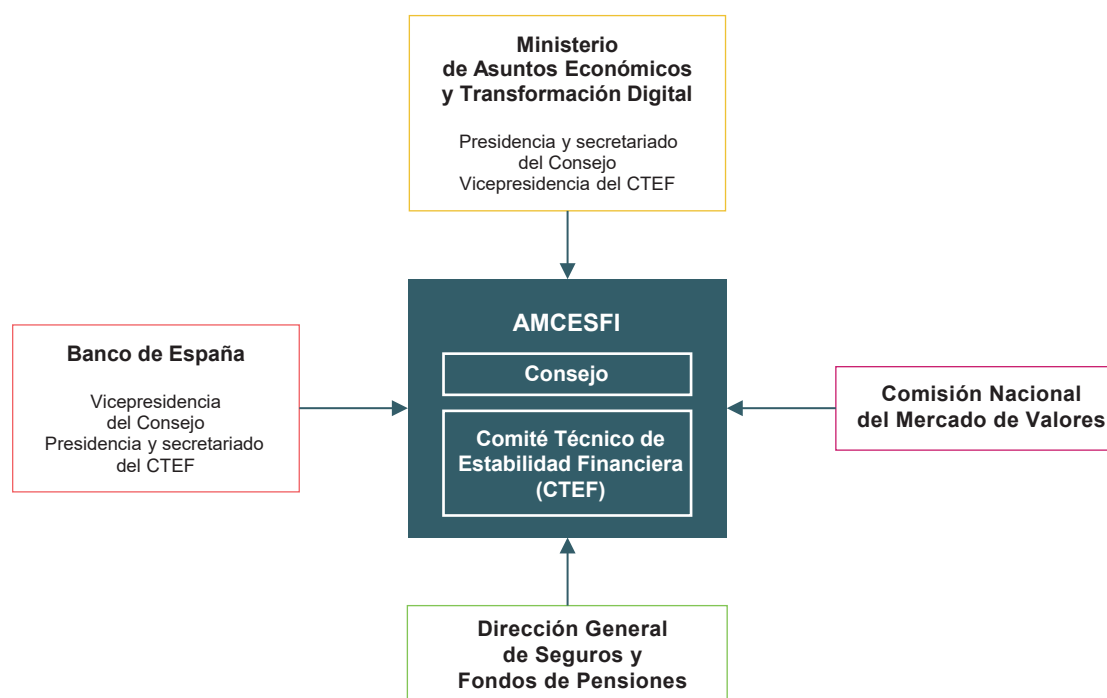
Sobre la AMCESFI

La 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 puedan originar un riesgo sistémico. Para ello, la AMCESFI tiene la facultad de emitir opiniones, alertas o recomendaciones sobre cuestiones que afecten a la estabilidad financiera.

La AMCESFI se configura como un órgano colegiado con independencia funcional, 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), del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

La AMCESFI se compone de dos estructuras permanentes: un Consejo y un Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF). Por su naturaleza, no está dotada de recursos humanos, materiales o financieros propios, y sustenta su actividad en el apoyo que recibe de sus instituciones miembros.

Figura 1 Estructura de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)



FUENTE: AMCESFI.

El presente *Informe Anual* se publica de conformidad con la 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.

Índice

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 2021 **11**

Recuadro 1.A. Trabajos de evaluación de riesgos del sistema
financiero español ante el cambio climático **14**

Capítulo 2. Entorno macrofinanciero **17**

Capítulo 3. Evolución del sistema financiero por sectores **25**

3.1. Sector bancario **25**

3.2. Mercados de valores, materias primas y divisas **35**

3.3. Intermediación financiera no bancaria **40**

3.4. Aseguradoras y fondos de pensiones **46**

Recuadro 3.A. Desarrollos recientes sobre criptoactivos **53**

Capítulo 4. Interconexiones en el sistema financiero **57**

Capítulo 5. Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico
relevantes para la AMCESFI **63**

Anejo 1. Tablero de indicadores estadísticos **67**

Anejo 2. Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico
de relevancia para los miembros de la AMCESFI **81**

Anejo 3. Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI **82**

Glosario **87**

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:

Es para mí un placer presentar por tercera vez el *Informe Anual* que publica la AMCESFI. Desde su establecimiento en 2019, la AMCESFI se ha ido consolidando como una institución esencial para el buen funcionamiento del sistema financiero español. El valor añadido que aporta una visión conjunta e integrada de los distintos sectores que componen nuestro sistema financiero —a grandes rasgos, bancario, mercados de valores y seguros— es muy significativo en un contexto de fuertes interconexiones.

En concreto, la AMCESFI se revela como un órgano extremadamente útil para identificar, evaluar y mitigar los riesgos sistémicos con capacidad de generar contagios y desequilibrios en el sistema financiero.

Si 2020 fue un año caracterizado por la crisis sanitaria y las consecuencias económicas, financieras y sociales que trajo consigo, 2021 ha sido el año de la recuperación y el crecimiento. A pesar de que las variantes delta y ómicron continuaron suponiendo una seria preocupación para la salud de los ciudadanos, la economía española aprendió a convivir con el virus y consiguió que las nuevas olas de contagios no provocasen disrupciones económicas y financieras significativas. Todo ello, junto con una política económica que se ha centrado en apoyar especialmente a aquellos hogares, empresas y sectores económicos más vulnerables por la pandemia, ha permitido que la economía española cerrase 2021 con un fuerte crecimiento del producto interior bruto (PIB), del 5,1 %, una rápida recuperación del mercado de trabajo y una reducción histórica del déficit público.

Las medidas financieras adoptadas en España durante 2020 y 2021 contribuyeron a mitigar los riesgos para el sistema financiero derivados de la crisis económica provocada por la pandemia. Así, por ejemplo, los avales ofertados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), por un volumen de 140.000 millones de euros, permitieron evitar una contracción de la oferta de crédito, mientras que las medidas adoptadas en el Real Decreto-ley 5/2021 sirvieron para aliviar las necesidades de financiación de aquellas empresas viables, pero con dificultades temporales de solvencia.

Desde el punto de vista de la política macroprudencial, del análisis de los distintos sectores del sistema financiero que han realizado el Banco de España, la CNMV y la DGSFP, a pesar de los riesgos motivados por la pandemia, no se desprende que se hayan producido situaciones de inestabilidad financiera. Como no podía ser de otra manera, la actividad de la AMCESFI fue muy intensa durante 2021; destacan la publicación de un documento de análisis de las medidas públicas de apoyo adoptadas en España frente al COVID-19 desde el punto de vista de la estabilidad financiera, y la emisión de la primera Opinión sobre la medida macroprudencial del Banco de España relativa a Otras Entidades de Importancia Sistémica para 2022 —motivada por la fusión de dos entidades de crédito españolas—.

La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha supuesto una nueva perturbación para la economía mundial, con graves consecuencias humanas, geopolíticas, económicas y financieras. De nuevo, como en 2020, la AMCESFI reviste especial importancia ante circunstancias que pueden desencadenar situaciones de inestabilidad financiera. Si bien las exposiciones directas del sector financiero español a la economía rusa son muy limitadas, es clave que se realice una evaluación continuada de los potenciales canales por los que se podría transmitir la crisis geopolítica a nuestro sistema financiero.

Como viene siendo habitual, los reguladores y supervisores españoles trabajaremos juntos para garantizar la estabilidad financiera en el contexto actual. Prueba de ello es la coordinación del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, el Banco de España, el Sepblac y, más allá del perímetro público, el conjunto de intermediarios financieros españoles para la aplicación de los paquetes de sanciones financieras a Rusia y Bielorrusia. Otro pilar fundamental es el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania, aprobado en marzo de 2022. El Plan tiene como principales objetivos, por un lado, la mitigación del impacto de los altos precios de la energía, a través, entre otras medidas, del desacoplamiento del precio mayorista de la electricidad del precio del gas natural, y, por otro lado, el mantenimiento de la solvencia de las empresas viables, a través de herramientas que han resultado muy exitosas durante la pandemia: los avales otorgados por el Estado y gestionados por el ICO y las ayudas directas a las empresas y a los autónomos más afectados.

Con un enfoque a largo plazo, me gustaría hacer hincapié en la idea de que no solamente los factores coyunturales son determinantes de la estabilidad financiera. Los factores estructurales, como la digitalización, la protección del medioambiente o la inclusión financiera, son esenciales para el buen cumplimiento del mandato de la AMCESFI. En este sentido, destacan la contribución de las autoridades españolas a la fase de estudio del proyecto de euro digital y a la negociación de los reglamentos europeos sobre criptoactivos (MiCA) y de ciberseguridad (DORA), o las nuevas competencias de la CNMV para controlar la publicidad de criptoactivos. La mitigación de los riesgos

creados por la innovación financiera es una condición necesaria para construir un sector *fintech* atractivo, robusto y dinámico, que sea capaz de proveer unos altos niveles de estabilidad financiera y protección de los inversores.

En lo que respecta a la protección del medioambiente, todos somos conscientes del impacto del cambio climático en la actividad económica y, más concretamente, en el sistema financiero, a través de los riesgos físicos y de transición. La tarea de luchar contra el cambio climático incumbe a todos los agentes económicos: Gobiernos, empresas, hogares, y también a nuestra autoridad macroprudencial. En este sentido, las repercusiones financieras de la transición ecológica han motivado que la Ley 7/2021, de cambio climático y transición energética, prevea la elaboración, coordinada por la AMCESFI, de un informe sobre el grado de alineamiento del sistema financiero español con el Acuerdo de París y la normativa climática. La AMCESFI se encuentra desde 2021 trabajando en ello, y se espera la remisión de sus conclusiones al Congreso de los Diputados en la primera mitad de 2023.

En tercer lugar, hay que reconocer que la inclusión financiera es una dimensión muy relevante del funcionamiento de nuestro sistema financiero. La innovación y la digitalización son procesos necesarios y beneficiosos que deben ser compatibles con el acceso a los servicios financieros de grupos de población que lo tienen más difícil. Por ello, las autoridades deben asegurarse de que todos los ciudadanos tienen acceso a unos servicios financieros personales, humanos y de calidad. La firma, en febrero de 2022, del protocolo de las entidades financieras para garantizar la inclusión financiera y la atención personalizada de los mayores es un importante paso en este sentido.

En conclusión, a pesar de los grandes retos que tenemos por delante, los reguladores y supervisores financieros españoles estamos tomando las decisiones oportunas para garantizar la estabilidad financiera y asegurar que el sistema financiero contribuye positivamente al crecimiento económico sostenible y sostenido. A través de la mitigación de los riesgos a corto plazo y de la previsión de los factores determinantes a largo plazo, la AMCESFI y el conjunto de las instituciones que la componen contribuyen al bienestar de todos los españoles, mirando hacia un futuro más verde, más digital y más igualitario, en línea con las prioridades del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia.

1 Actividades de la AMCESFI en 2021

En su tercer año de actividad, la AMCESFI ha consolidado su funcionamiento como autoridad macroprudencial nacional. En el relativamente breve período transcurrido desde su creación, a comienzos de 2019, la AMCESFI ha sido una plataforma para la coordinación y el análisis de las cuestiones que afectan a la estabilidad financiera en España, en un contexto no exento de desafíos de diversa índole, derivados de, o acelerados por, la pandemia global del COVID-19 desde marzo de 2020 y, más recientemente, de la invasión rusa de Ucrania, ya en 2022. En retrospectiva, 2021 fue un año de relativa transición entre dos acontecimientos de una gravedad macrofinanciera sin precedentes en tiempos recientes.

El Consejo de la AMCESFI y el CTEF —su órgano de apoyo— se reunieron regularmente en 2021. Mantuvieron siete sesiones, en las que se trataron, a partir de los últimos datos disponibles en cada momento, los principales riesgos y vulnerabilidades sistémicas identificados, la evolución de los mercados y de la actividad, rentabilidad y solvencia por sectores del sistema financiero, así como los desarrollos recientes sobre criptoactivos y digitalización. Las reuniones de la AMCESFI sirvieron para compartir información y valoraciones sobre diversas iniciativas de relevancia para la estabilidad financiera impulsadas por organismos y comités supranacionales [de la Unión Europea (UE) e internacionales] en los que participan las instituciones miembros de la AMCESFI.

La AMCESFI fue informada de diversas propuestas de medidas de política macroprudencial en 2021. En cumplimiento del artículo 16 del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo¹, el Banco de España comunicó al CTEF de la AMCESFI seis propuestas de medidas relativas al sector de entidades de crédito: i) cuatro medidas trimestrales del colchón de capital anticíclico (CCA) aplicable a las exposiciones crediticias ubicadas en España, y ii) dos medidas anuales de identificación de entidades de importancia sistémica mundial y nacional y fijación de sus colchones de capital asociados (véase el epígrafe 3.1). Por su parte, la CNMV y la DGSFP no trasladaron a la AMCESFI propuestas de actuaciones macroprudenciales.

La AMCESFI emitió en 2021 su primera opinión consultiva a una propuesta de medida macroprudencial. En virtud del artículo 11 del Real Decreto 102/2019, la AMCESFI acordó en julio de 2021 emitir una opinión² sobre la propuesta del Banco de España de revisar la relación de otras entidades bancarias de importancia sistémica (OEIS) para 2022 y sus colchones de capital asociados. La AMCESFI

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

² «Opinión sobre la medida macroprudencial del Banco de España relativa a Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS) para 2022», de 29 de julio de 2021.

valoró favorablemente la medida, que incluía un aumento gradual en 2022 y 2023 del colchón de capital exigible a la entidad CaixaBank, SA, como consecuencia de su mayor nivel de importancia para el sistema bancario español tras culminar su integración con Bankia, SA, en marzo de 2021 (véase el epígrafe 3.1).

En 2021, la AMCESFI no estimó necesario emitir alertas sobre factores de riesgo sistémico para la estabilidad financiera en España. La coyuntura de progresiva recuperación económica tras la pandemia de COVID-19 no ha propiciado la acumulación de los desequilibrios sistémicos habituales en el origen de las crisis financieras. En el contexto de su ejercicio de evaluación de 2021 sobre los mercados inmobiliarios residenciales de los países de la UE³, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) tampoco advirtió de vulnerabilidades específicas para España.

La AMCESFI siguió adhiriéndose a las recomendaciones relevantes de la JERS. Esta emite recomendaciones sobre cuestiones macroprudenciales muy diversas dirigidas a autoridades nacionales de los Estados miembros de la UE. Con el apoyo técnico de sus instituciones miembros, la AMCESFI acometió las acciones necesarias para cumplir con aquellas recomendaciones de las que es destinataria. El capítulo 5 y el anejo 2 de este Informe amplían la información sobre esta área de trabajo regular para la AMCESFI.

El Subcomité temporal de Medidas COVID-19 de la AMCESFI, creado en 2020, completó sus trabajos con la publicación de un documento ocasional⁴. Bajo la coordinación de Judith Arnal Martínez⁵, la AMCESFI analizó las medidas públicas de apoyo a la economía real (moratorias de las deudas, planes públicos de garantía y medidas de carácter fiscal, entre otras) introducidas en España a consecuencia de la pandemia. Esta línea de trabajo de la AMCESFI ha dado respuesta a las expectativas de la Recomendación JERS/2020/8, que la JERS dirigió a todas las autoridades macroprudenciales nacionales al inicio de la crisis sanitaria con el objetivo de reforzar la vigilancia.

La AMCESFI siguió promoviendo la compartición de informes y publicaciones sobre estabilidad financiera y política macroprudencial de sus miembros. La AMCESFI fue regularmente informada de publicaciones destacadas, como el *Informe de Estabilidad Financiera* (semestral) del Banco de España y las *Notas de Estabilidad Financiera* (trimestrales) de la CNMV. El CTEF de la AMCESFI tuvo acceso al informe que, cada año, remite el Banco de España a las Cortes Generales sobre el ejercicio de pruebas de resistencia al que somete a las entidades de

³ JERS (2022), *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*, 11 de febrero.

⁴ AMCESFI (2021), *Análisis de las medidas públicas de apoyo adoptadas en España frente al COVID-19 desde el punto de vista de la estabilidad financiera*, Documento Ocasional, 28 de julio.

⁵ Hasta julio de 2021, directora del Gabinete Técnico y de Análisis Financiero de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional.

depósito españolas bajo su supervisión directa⁶. El anejo 3 ofrece una relación detallada de las principales publicaciones de las instituciones miembros de la AMCESFI en el último año.

La AMCESFI empezó a preparar en 2021 su primer informe de cambio climático. La Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética, estipula que la AMCESFI coordinará la elaboración de un informe bienal sobre la evaluación del riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y de las políticas para combatirlo, así como sobre el grado de alineamiento con las metas climáticas del Acuerdo de París y de la normativa de la UE, basado en escenarios futuros. Con este fin, la AMCESFI creó un grupo temporal para iniciar la preparación de este nuevo informe, que está llamado a convertirse en una de las publicaciones de referencia de la AMCESFI (véase recuadro 1.A).

Un reciente desarrollo normativo ha conferido a la AMCESFI una nueva responsabilidad en el ámbito de los mercados de valores. El Real Decreto-ley 24/2021 dispone⁷, en su artículo 15.2, que la AMCESFI puede desempeñar un cometido relevante para desencadenar la formalización, en determinadas circunstancias, de la prórroga del vencimiento de emisiones de bonos garantizados en España. Para ello, ante la existencia de graves perturbaciones que afecten a los mercados financieros nacionales, la AMCESFI deberá haber emitido una comunicación no confidencial que revista la forma de alerta o de recomendación.

A corto y a medio plazo, la AMCESFI priorizará el seguimiento de las implicaciones para la estabilidad financiera de la situación generada tras la invasión rusa de Ucrania. En 2022, la frecuencia de las reuniones del CTEF se ha intensificado notablemente (como ya ocurriera en 2020 durante las etapas iniciales de la pandemia) para reforzar la coordinación y el intercambio de información entre sus miembros y analizar la última información disponible sobre la evolución macrofinanciera y el impacto derivado de las medidas sancionadoras impuestas a la Federación Rusa y Bielorrusia acordadas por las autoridades en la UE. En su vertiente de estabilidad financiera y supervisión, el conflicto bélico constituye desde febrero de 2022 un foco de atención de primer orden —a escala nacional, europea y global— para las autoridades públicas.

⁶ 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.

⁷ Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, de transposición de directivas de la Unión Europea en las materias de bonos garantizados, distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva, datos abiertos y reutilización de la información del sector público, ejercicio de derechos de autor y derechos afines aplicables a determinadas transmisiones en línea y a las retransmisiones de programas de radio y televisión, exenciones temporales a determinadas importaciones y suministros, de personas consumidoras y para la promoción de vehículos de transporte por carretera limpios y energéticamente eficientes.

RECUADRO 1.A Trabajos de evaluación de riesgos del sistema financiero español ante el cambio climático

La AMCESFI está preparando, en el transcurso de 2021 y 2022, su primer informe bienal para evaluar los riesgos del sector financiero español ante el cambio climático. La elaboración de este informe responde a una obligación establecida en la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética (LCCTE). La LCCTE, en su artículo 33.1, confiere a la AMCESFI la coordinación de un informe que se elaborará conjuntamente cada dos años por las tres autoridades supervisoras sectoriales del sistema financiero —Banco de España, CNMV y DGSFP—. El informe debe cubrir, entre otros asuntos, la evaluación del grado de alineamiento con las metas climáticas del Acuerdo de París y de la normativa de la UE, basado en escenarios futuros; el riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático, y las políticas y propuestas necesarias para combatirlo y mitigarlo¹.

Para la planificación y preparación del informe—que debe ser publicado y remitido al Congreso de los Diputados y al Senado no más tarde del 21 de mayo de 2023— se ha creado un grupo de trabajo compuesto por personal experto de las instituciones miembros de la AMCESFI. Específicamente, en respuesta al mandato recibido de los órganos de la AMCESFI, el grupo de trabajo está estudiando el impacto tanto de los riesgos físicos como de los de transición energética, para el sector bancario, las compañías de seguros y fondos de pensiones, fondos de inversión y otras entidades financieras. De este modo, la evaluación cubrirá los riesgos derivados del posible impacto sobre el sistema financiero de eventos climáticos extremos

(como, por ejemplo, sequías o inundaciones), cuya gravedad y frecuencia aumentarían en caso de materializarse el cambio climático, y denominados genéricamente «riesgos físicos». Adicionalmente, también se analizarán los riesgos planteados por las políticas para fomentar una transición de la economía hacia un modelo más sostenible, que implicarán modificaciones notables en la actividad económica, en ocasiones negativas, a corto plazo, para determinados sectores de actividad.

En este primer informe bienal, el trabajo en el seno de la AMCESFI se está desarrollando en tres direcciones. En primer lugar, se están examinando los datos necesarios y disponibles para la evaluación de los riesgos climáticos. Por otra parte, se están realizando ejercicios analíticos para evaluar la materialidad de los riesgos descritos, empleando los datos mencionados y diversos marcos metodológicos. Los ejercicios de análisis de transición hacia una economía sostenible incluyen un ejercicio para evaluar la resistencia ante una transición anticipada y rápida, o el impacto de una transición retardada, y también concentrada en unos pocos años. Los ejercicios de análisis de riesgos físicos se centrarán fundamentalmente en el impacto de sequías y olas de calor, principales factores de riesgo físico en España. Finalmente, se están identificando limitaciones percibidas para un seguimiento sistemático de los riesgos climáticos, mejores prácticas internacionales y recomendaciones sobre medidas que puedan mejorar la capacidad de evaluar la resistencia del sector financiero al cambio climático.

¹ En este sentido, véase el capítulo 4 del *Informe Anual 2021* del Banco de España, «La economía española ante el reto climático».

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2021

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el Consejo
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Vicepresidenta primera y ministra	Nadia María Calviño Santamaría	Presidenta
Banco de España	Gobernador	Pablo Hernández de Cos	Vicepresidente
CNMV	Presidente	Rodrigo Buenaventura Canino	Miembro
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Miembro
CNMV	Vicepresidenta	Montserrat Martínez Parera	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa	Gonzalo García Andrés	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 Cuerpo Caballero	Secretario

FUENTE: AMCESFI.

En 2021 se produjeron tres cambios de membresía en la AMCESFI como consecuencia de nombramientos efectuados en el Ministerio de Economía y Transformación Digital y la CNMV. En agosto de 2021, Carlos Cuerpo Caballero⁸ —hasta entonces director general de Análisis Macroeconómico— fue nombrado secretario general del Tesoro y Financiación Internacional; se convirtió así en secretario del Consejo y vicepresidente del CTEF de la AMCESFI, en sustitución de Carlos San Basilio Pardo. Por otra parte, el nuevo secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, Gonzalo García Andrés⁹, tomó el relevo de Ana de la Cueva Fernández como miembro en el Consejo de la AMCESFI en el mes de mayo. En paralelo, el nombramiento de Ángel Benito Benito¹⁰ como director general de Mercados de la CNMV le confirió estatus de miembro nato del CTEF, en alternancia con el director general de Entidades de la CNMV.

La AMCESFI publicó en 2021 su *Informe Anual* correspondiente a 2020. El *Informe Anual 2020* se difundió el 6 de octubre de 2021, con ocasión de la comparecencia de la presidenta del Consejo de la AMCESFI ante la Comisión

⁸ Real Decreto 757/2021, de 24 de agosto, por el que se nombra Secretario General del Tesoro y Financiación Internacional a don Carlos Cuerpo Caballero.

⁹ Real Decreto 332/2021, de 11 de mayo, por el que se nombra Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa a don Gonzalo García Andrés.

¹⁰ «La CNMV nombra a Ángel Benito Director General de Mercados», *nota de prensa* de la CNMV del 26 de marzo de 2021.

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2021

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 Cuerpo Caballero	Vicepresidente
CNMV	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
CNMV	Director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales	Víctor Rodríguez Quejido	Miembro
CNMV	Director general de Mercados	Ángel Benito Benito	Miembro
CNMV	Director general de Entidades	José María Marcos Bermejo	Miembro

FUENTE: AMCESFI.

de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, de conformidad con el artículo 20, sobre control parlamentario, del Real Decreto 102/2019. La versión en inglés del *Informe Anual 2020* está disponible en el sitio web de la AMCESFI (www.amcesfi.es)¹¹.

¹¹ *Annual Report 2020*.

2 Entorno macrofinanciero

Principales macromagnitudes

La economía española entró en una fase de crecimiento del PIB en 2021, particularmente intensa en el segundo semestre del año. El crecimiento en volumen del PIB a lo largo del año fue del 5,1 %, frente al año 2020 (el PIB a precios corrientes se situó en 1.205 mm de euros, después de crecer un 7,4 %). Tras la fuerte contracción del año 2020 (–10,8 %), el crecimiento estuvo apoyado en la creación de empleo, la inversión en bienes de equipo y el turismo, con un repunte de la actividad especialmente acentuado desde la primavera. Dicha recuperación se produjo en un contexto de aparición de nuevas variantes de COVID-19 (delta y ómicron)¹², de incremento de los precios energéticos y de la aparición de cuellos de botella en las cadenas globales de valor.

La recuperación del empleo ha sido sustancial, y se han alcanzado máximos históricos. Tras la importante caída del número de afiliados a la Seguridad Social del primer semestre de 2020, se retomó la tendencia ascendente de esta variable. En concreto, en julio de 2021 se superó el nivel del mismo mes de 2019 y el año cerró con 19,7 millones de afiliados. Como resultado, la tasa de desempleo española al cierre de 2021 fue del 13,3 %, por debajo de los niveles previos a la pandemia (véase gráfico A1.2 del anejo 1).

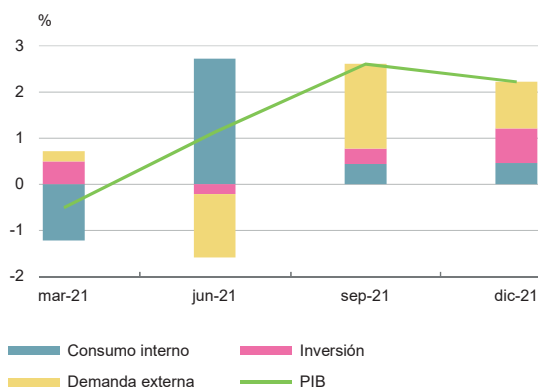
Las medidas de apoyo ante el shock de la pandemia evitaron de manera efectiva la histéresis y cronificación del impacto de la crisis en la economía española. Si bien a finales de 2021 el PIB se encontraba todavía 3,8 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel anterior a la pandemia, las diversas medidas de política económica han permitido tanto sostener las rentas de los hogares como impulsar la recuperación de los ingresos a través de la creación de empleo. La reducción de la incertidumbre ha permitido también una paulatina convergencia de la tasa de ahorro hacia su media histórica (6,8 % de media en 2015-2019), desde el pico del 22 % sobre la renta bruta disponible del segundo trimestre de 2020 hasta el 10 % del cierre de 2021. En términos acumulados, los hogares han generado en todo el período un exceso de ahorro que podría servir para suavizar el patrón de consumo en un contexto de elevada inflación.

La recuperación de la actividad en 2021, junto con las medidas de apoyo financiero, ha mitigado los riesgos sobre la solvencia empresarial y evitado, en gran medida, daños al tejido productivo. Aunque la recuperación de los niveles de valor añadido bruto sectorial es heterogénea, las tasas de dudosos han proseguido su tendencia decreciente. Además, el número de concursos de

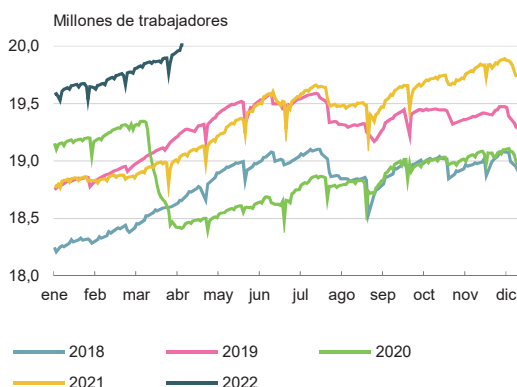
¹² El progreso en la vacunación de la población permitió que el efecto de las sucesivas olas de la pandemia sobre la actividad fuera cada vez más modesto.

Gráfico 2.1 Principales macromagnitudes

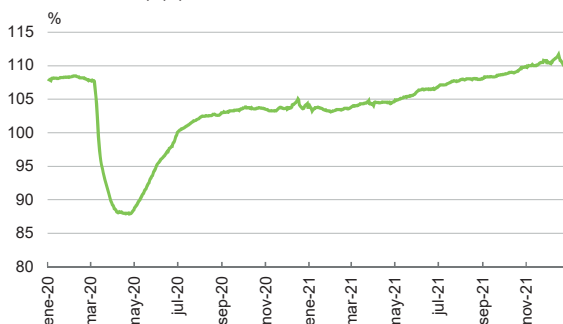
1 PIB trimestral por componentes (a)



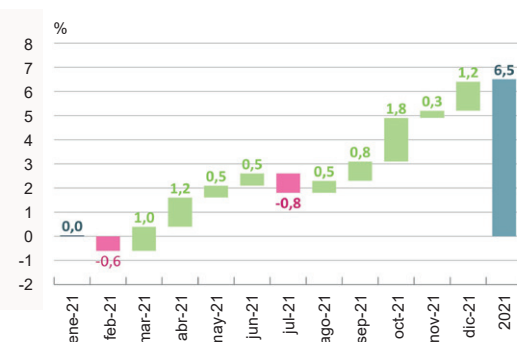
2 Afiliación a la Seguridad Social



3 Índice de actividad diario (base 100 = media de marzo 2020) (b)



4 Índice de actividad diario 2021 (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

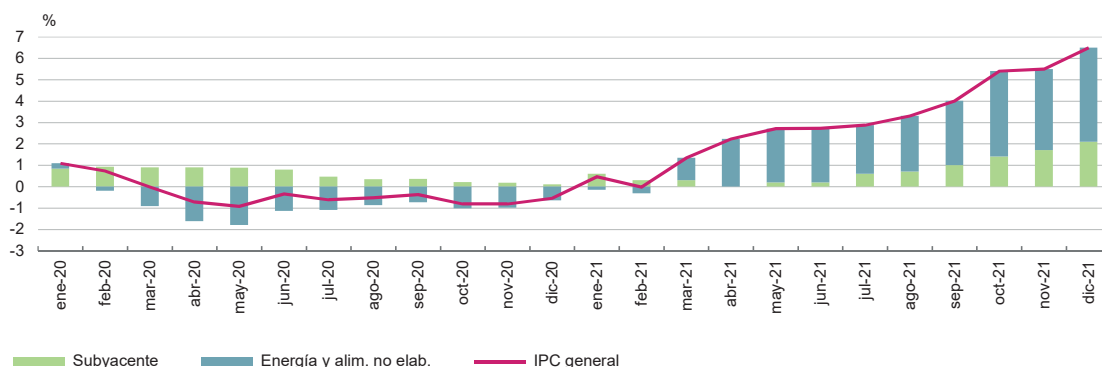
a Tasa de variación intertrimestral.

b El indicador diario de actividad se elabora a partir de indicadores mensuales publicados (índice de comercio al por menor, índice de producción industrial, índice de actividad del sector servicios, afiliaciones a la Seguridad Social, etc.), así como de datos de alta frecuencia diarios observados hasta la fecha más reciente posible (ventas diarias, consumo eléctrico, gasto en tarjetas, afiliaciones, etc.).

acreedores de sociedades no financieras (SNF) se ha mantenido en el entorno de su media de los últimos cuatro años, aunque con cierta heterogeneidad sectorial, en un contexto en el que estaba vigente la moratoria concursal, que exige al deudor en situación de insolvencia actual o inminente de la obligación de solicitud de concurso de acreedores (aunque no impide que lo haga de manera voluntaria).

A pesar de la pandemia, la economía española ha continuado la senda de mejora de sus factores fundamentales externos e internos. En primer lugar, en lo referente al equilibrio externo, se ha mantenido un superávit por cuenta corriente (0,7% del PIB en el cuarto trimestre de 2021), pero este ha sido sustancialmente menor al previo a la crisis sanitaria, lo que básicamente se debe a la reducción drástica de los ingresos por turismo, que, no obstante, tendió a revertir a lo largo del año. Ello ha permitido mantener la reducción de la brecha en la posición de inversión internacional neta (-70,1% del PIB). En segundo lugar, en cuanto al equilibrio interno, a lo largo del ejercicio 2021 se observó una

Gráfico 2.2 Descomposición de la tasa de inflación (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Variación interanual.

corrección en el nivel de apalancamiento privado, tras el cambio de nivel de 2020 (la deuda privada ascendió al 140,9 % del PIB al cierre del año). Por último, existe una menor dependencia del sector de la construcción, que aporta el 5,2 % del valor añadido bruto total.

El incremento de los precios de la energía a partir del segundo semestre del año ha llevado a la inflación de 2021 a los máximos de las últimas tres décadas. La variación interanual del índice de precios de consumo (IPC) en el último mes del año fue del +6,5 %, con tasas de variación intermensuales positivas desde agosto. La contribución de la energía y, en menor medida, de los alimentos no elaborados a ese incremento fue de 4,4 pp, lo que dio lugar a una inflación subyacente que también creció a lo largo del año, aunque de manera más contenida, hasta el +2,1 %.

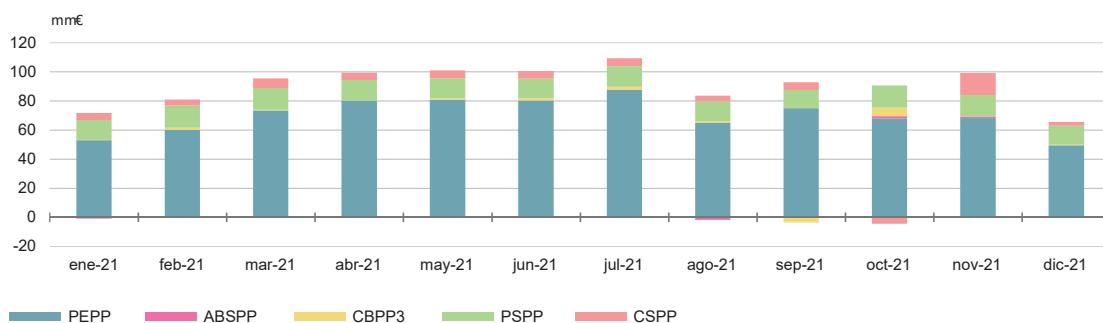
El repunte de la actividad económica y su consiguiente impacto sobre la recaudación han permitido que la ratio de déficit público haya disminuido significativamente en 2021. El fin paulatino de las medidas de apoyo ha propiciado la reversión más rápida de la serie histórica reciente del saldo de las Administraciones Públicas sin ayudas financieras (una caída en la necesidad de financiación de 3,3 pp entre 2020 y 2021, hasta el 6,8 %) y un nivel de dicho saldo menos negativo de lo previsto a inicios de año (-8,4 %). A la normalización progresiva de este indicador y de la ratio de deuda pública sobre el PIB han contribuido especialmente la recuperación de la actividad y el excepcional comportamiento de los ingresos, impulsados por la fuerte recuperación del empleo. Esto ha permitido empezar a reducir los niveles de déficit y deuda alcanzados como consecuencia de la pandemia (véase gráfico A1.4 del anejo 1). La emisión neta de deuda soberana alcanzó los 75.100 millones de euros, con un tipo medio ponderado negativo por primera vez (-0,02 %) y una ampliación de la vida media del saldo vivo hasta los ocho años; por tanto, ha disminuido la sensibilidad del pasivo público a futuras subidas de los tipos de interés.

Mercados monetarios y bancos centrales

En respuesta a la crisis económica provocada por la pandemia, el balance del Eurosistema se incrementó en 2021 en 1.589 mm de euros, hasta los 8.566 mm de euros. Como en 2020, las principales compras se produjeron en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés), alcanzando un total de 840.399 millones de euros en 2021, con unos mayores ritmos de compra entre abril y julio, por la mayor incidencia económica de la pandemia. El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió en septiembre de 2021 que el ritmo de compras bajo el PEPP durante el cuarto trimestre de 2021 debía ser moderadamente inferior al del segundo y el tercer trimestre. Respecto a los programas de compra regulares [programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés)], las compras netas totales sumaron en 2021 239,8 mm de euros, ajustándose a los 20 mm de euros mensuales aprobados por el Consejo de Gobierno del BCE en septiembre de 2019. En lo que respecta a la deuda pública española, las compras del Eurosistema alcanzaron en 2021 los 105.631 millones de euros, esto es, un 140 % de las emisiones netas del Tesoro Público y un 40 % de las emisiones brutas. En total, las tenencias de deuda pública española en el Eurosistema alcanzaron en diciembre de 2021 los 475.639 millones de euros, un 34 % de la deuda en circulación.

La tercera ronda de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que contribuyó a aliviar las necesidades de liquidez de la banca y a fomentar el crédito a la economía real, también explica el incremento del tamaño del balance del Eurosistema. En 2021 se produjeron las cuatro últimas operaciones de la tercera ronda de las operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas. Las entidades de crédito han podido optar por un tipo de interés beneficiado del –1 % hasta junio de 2022, en caso de cumplir con los requisitos de provisión de crédito. En total, se demandaron 589,9 mm de euros por parte del sector bancario de la zona del euro en 2021 y

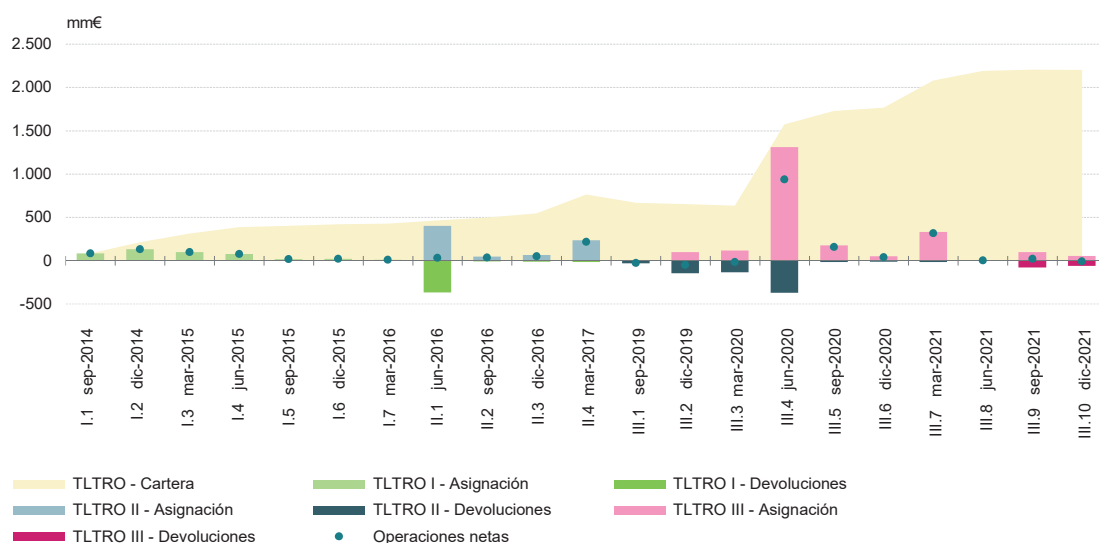
Gráfico 2.3 Compras netas de activos del Eurosistema, por programa



FUENTE: Banco Central Europeo.

NOTA: El APP (*Asset Purchase Programme*) lo componen el PSPP (*Public Sector Purchase Programme*), el CBPP3 (*Covered Bond Purchase Programme 3*), el CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*), el ABSPP (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*) y el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*).

Gráfico 2.4 Operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas



FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

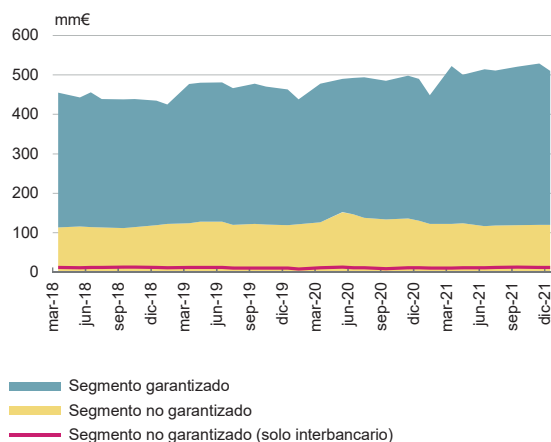
se amortizaron voluntariamente 139 mm de euros. El volumen total en circulación bajo las operaciones de refinanciación es superior a los 2 billones de euros. El recurso a estas operaciones que han realizado las entidades españolas alcanzó en diciembre de 2021 los 289,5 mm de euros.

El volumen de transacción en los mercados monetarios ha mantenido una tendencia estable, en los niveles de años anteriores. Desde el inicio de la crisis financiera global de 2008 se observa la menor relevancia que las transacciones no aseguradas (por ejemplo, certificados de depósitos) tienen en el mercado monetario, en contraposición a las transacciones aseguradas (por ejemplo, *repurchase agreements*). Dicha tendencia es especialmente relevante en las transacciones interbancarias, lo cual se explica por el exceso de liquidez existente en la zona del euro, la mayor percepción de riesgos tras la crisis de 2008 y la regulación prudencial bancaria. La financiación en el mercado monetario para las entidades de crédito ha seguido siendo proporcionalmente más relevante en España e Italia que, por ejemplo, en Alemania y Francia.

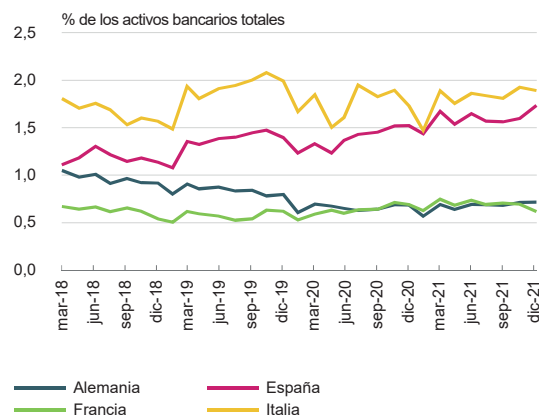
Los tipos de interés del mercado monetario se han situado en niveles mínimos durante 2021. Respecto a los determinados en el segmento no garantizado del mercado monetario, el tipo *overnight* (€STR) ha seguido teniendo valores inferiores al tipo de la facilidad marginal de depósitos (−0,5%). Los tipos euríbor a distintos plazos se han situado también en dicha franja, si bien reflejando pequeñas primas en función de sus respectivos vencimientos. Respecto a los tipos *repo*, se han situado todos ellos en 2021 en niveles inferiores al €STR, lo que refleja diferencias en función del riesgo percibido según el origen geográfico del colateral.

Gráfico 2.5 Financiación en el mercado monetario

1 Volumen medio de transacción diario en el mercado monetario de la UE, por segmentos



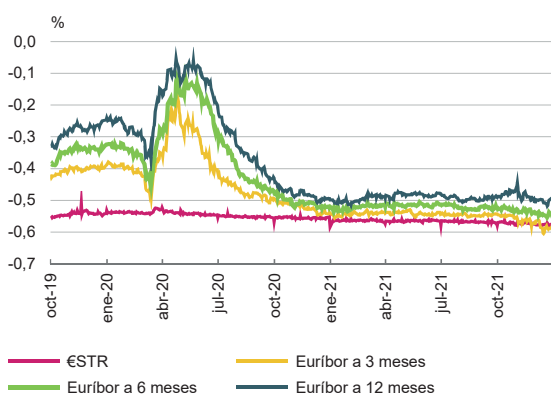
2 Volumen total de préstamos tomados por bancos, para países seleccionados



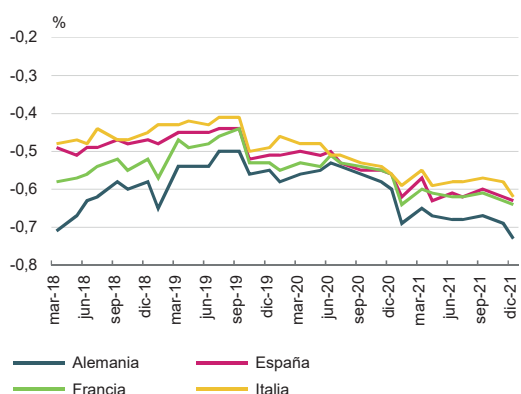
FUENTE: Banco Central Europeo (*Money Market Statistical Reporting*).

Gráfico 2.6 Tipos de interés de referencia del mercado monetario

1 Tipos de interés de referencia del mercado monetario no garantizado



2 Tipos de interés de referencia del mercado monetario garantizado, para países seleccionados (a)



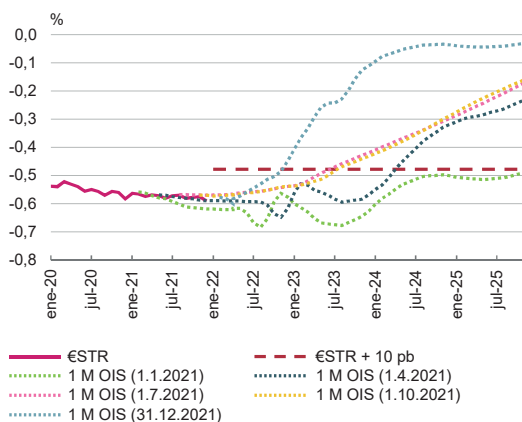
FUENTES: Banco Central Europeo (*Money Market Statistical Reporting*) y Refinitiv.

a Para operaciones *overnight*.

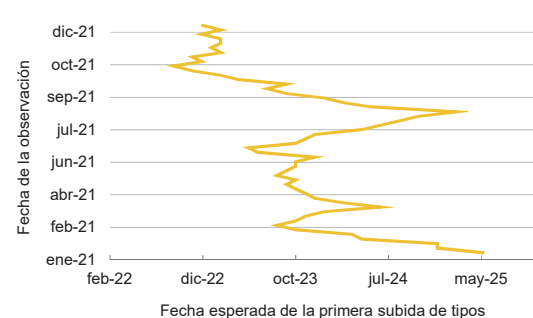
La fecha esperada por el mercado de la primera subida de tipos del BCE ha experimentado una gran volatilidad durante 2021. El segmento del mercado monetario de *swaps* en los que uno de los componentes es el tipo de interés *overnight* (el €STR en la zona del euro) se utiliza principalmente tanto para la cobertura de riesgos (a través de contratos *spot*) como para la especulación sobre la senda de los tipos de interés oficiales (a través de contratos *forward*). Como

Gráfico 2.7 Fecha esperada para la primera subida de tipos del BCE

1 Evolución del €STR y perspectivas futuras según *forwards* a 1 mes del OIS (a)



2 Evolución de la fecha esperada de que se produzca la primera subida del tipo rector del BCE (b)

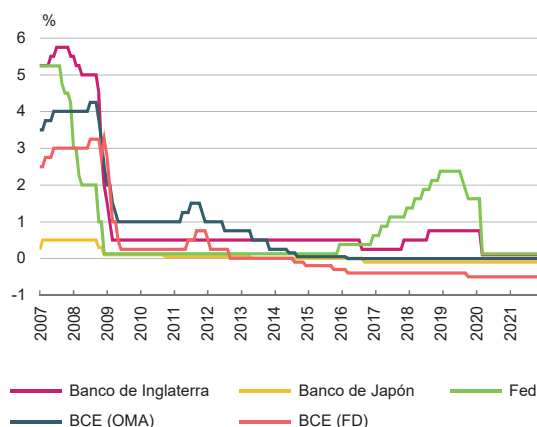


FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

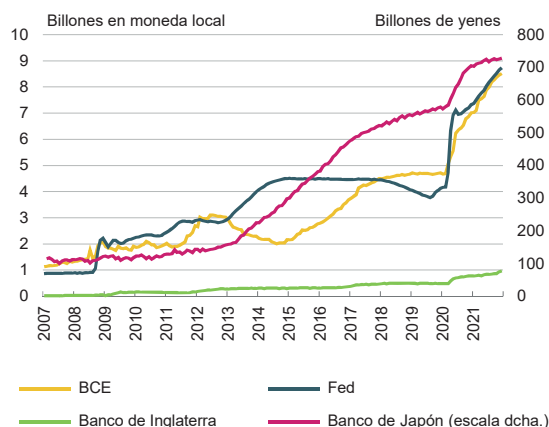
- a La línea roja refleja el nivel que alcanzaría el €STR tras una primera hipotética subida del tipo de la facilidad permanente de depósito del BCE de 10 pb. Las distintas líneas punteadas muestran los tipos futuros implícitos en un contrato de *overnight index swap* (OIS) sobre el €STR que cotizaban en el mercado en las fechas indicadas.
- b Se reflejan las distintas fechas en las que el mercado, durante 2021, a través de los tipos implícitos *forward* en contratos OIS con plazo de un mes, ha ido descontando una subida del tipo de la facilidad de depósitos del BCE. Se supone que la primera subida de tipos tendrá una magnitud de 10 pb (del -0,50 % al -0,40 %).

Gráfico 2.8 Bancos centrales

1 Tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales



2 Tamaño del balance de los principales bancos centrales



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.

NOTA: Fed: Reserva Federal de Estados Unidos.

se observa en el gráfico 2.7, las distintas curvas *forward* reflejan una volatilidad de la fecha de la primera subida esperada (variando entre septiembre de 2022 y junio de 2025) y del ritmo de subidas (como muestran las distintas pendientes). Sin embargo, no todos los movimientos en las curvas *forward* pueden asociarse

a cambios en las expectativas de evolución de tipos oficiales, ya que también incorporan otros elementos, como las primas por plazo.

El resto de los bancos centrales también llevaron a cabo una política monetaria expansiva en respuesta a la pandemia. Los programas de compra de activos y de concesión de crédito en condiciones favorables incrementaron significativamente el tamaño de los balances del Banco de Inglaterra, de la Reserva Federal de Estados Unidos y del Banco de Japón durante 2020 y 2021. El Banco de Inglaterra fue el primero de estos en iniciar la subida de tipos, pasando su tipo rector del 0,1 % al 0,25 % en diciembre de 2021, ante un aumento de las expectativas de inflación.

3 Evolución del sistema financiero por sectores

3.1 Sector bancario

En el año 2021, el crédito al sector privado residente en España mostró un ligero descenso en términos nominales, si bien el efecto de la inflación hizo que, en términos reales, se produjera una reducción significativa. Por su parte, continuó la senda de descenso de los activos dudosos y de la ratio de dudosos, aunque en ambos casos a un ritmo menor de lo que se venía observando antes de la pandemia. No obstante, otros signos de deterioro, como el crecimiento significativo de los créditos en vigilancia especial, evolucionaron de forma desfavorable, especialmente en los sectores más afectados por la pandemia. Después de las pérdidas de 2020, el sector bancario en su conjunto volvió a registrar beneficios el último año, en gran parte como consecuencia de la reducción de las dotaciones a provisiones. En cuanto a los niveles de solvencia, estos se mantuvieron relativamente estables para las entidades españolas en 2021, después del incremento generalizado observado en 2020.

Evolución del crédito en el negocio en España y el exterior

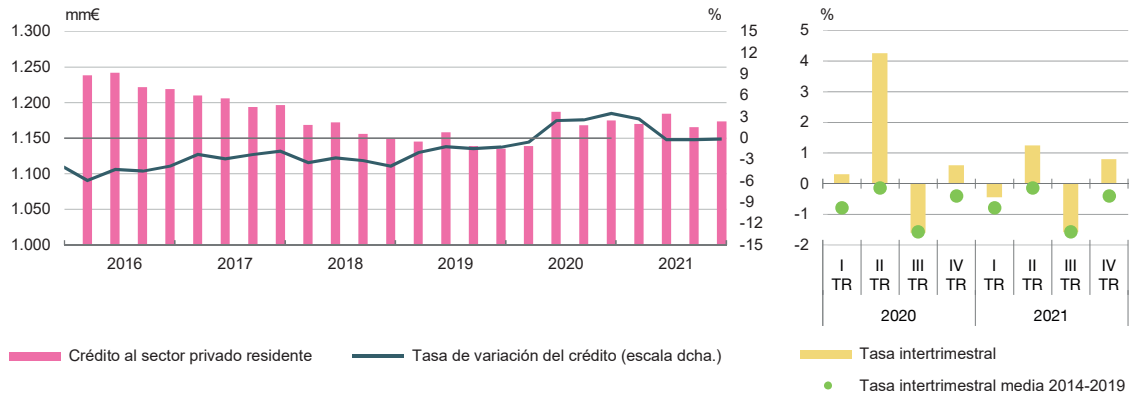
En España, el crédito descendió ligeramente en 2021, lo que compensó la reducción del crédito nuevo a empresas y el incremento en los destinados a hogares. El *stock* de crédito nominal se redujo un 0,1 % en 2021, en contraste con la fuerte expansión que se produjo en 2020 (véase gráfico 3.1.1), cuando las políticas de mitigación de los efectos de la pandemia desempeñaron un papel muy importante para el mantenimiento de la actividad económica. La reducción de 2021 fue propiciada por la fuerte desaceleración en la evolución del *stock* de crédito a SNF y empresarios individuales, debido en buena medida al descenso en la nueva concesión de préstamos a estos sectores institucionales (caída del 20 %), en particular de los avalados por el ICO, por el agotamiento en el despliegue de estos programas de apoyo. Por su parte, el *stock* de crédito a hogares creció ligeramente en 2021, en contraposición al descenso observado en 2020, como consecuencia del repunte en los créditos nuevos (13,7 %), especialmente en aquellos destinados a la adquisición de vivienda. Debido al incremento de la inflación, el *stock* de crédito al sector privado residente¹³ en términos reales presentó un descenso del 4 % interanual.

Los activos dudosos continuaron en 2021 la tendencia a la baja observada en los últimos años. Los dudosos (-5,4 %) y la ratio de dudosos (-24 pb)

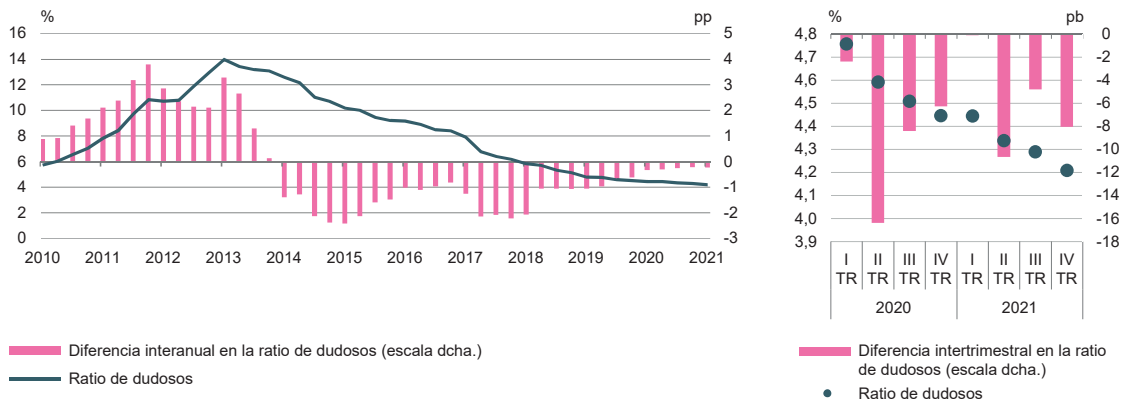
¹³ El sector privado residente incluye los hogares, las SNF, los empresarios individuales y otras sociedades financieras.

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, DI



2 Ratio de dudosos



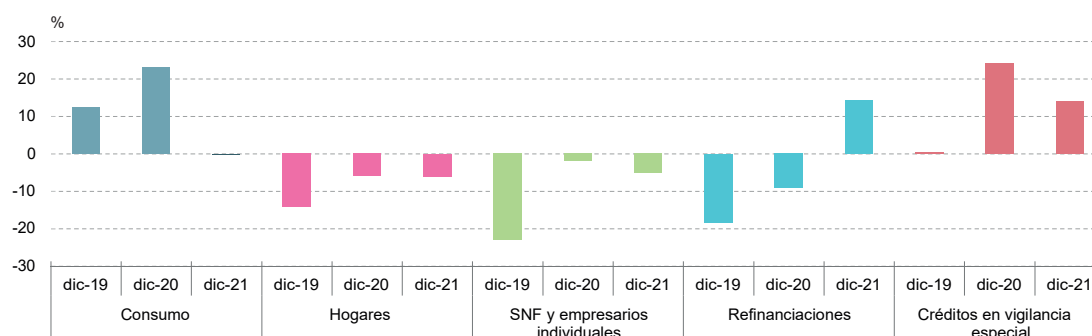
FUENTE: Banco de España.

descendieron en 2021, si bien de forma más moderada que en los años previos a la pandemia de COVID-19. Esta reducción fue generalizada por sectores institucionales, lo que confirma el comportamiento diferencial de estos activos problemáticos con respecto a crisis anteriores (véase gráfico 3.1.1.2), debido en buena parte a las medidas de política económica tomadas para mejorar la capacidad de repago de los créditos por parte de hogares y empresas. El descenso, en tasa interanual, de los préstamos dudosos fue similar en hogares y en SNF y empresarios individuales (véase gráfico 3.1.2.1). La reducción en las ratios de dudosos de estos sectores se produjo de forma más acentuada en SNF y empresarios individuales que en hogares, donde el crédito al consumo tuvo un comportamiento menos positivo.

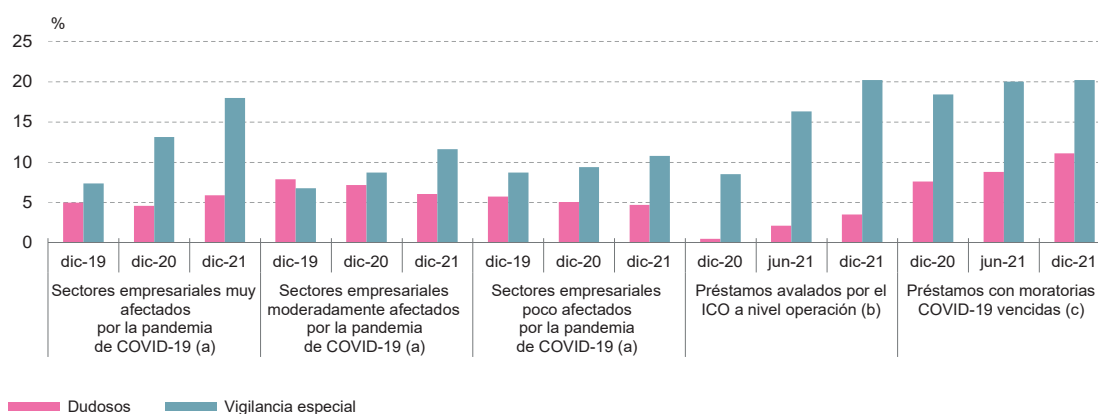
No obstante, existen ciertos signos de deterioro, como un notable incremento tanto de los préstamos en vigilancia especial (que tienen una mayor probabilidad de impago que el resto de los créditos en

Gráfico 3.1.2 Activos problemáticos

1 Tasas de variación interanual de dudosos. Negocios en España, DI



2 Peso del crédito en situación dudosa y vigilancia especial. SNF y empresarios individuales. Negocios en España, DI



FUENTES: Instituto de Crédito Oficial y Banco de España.

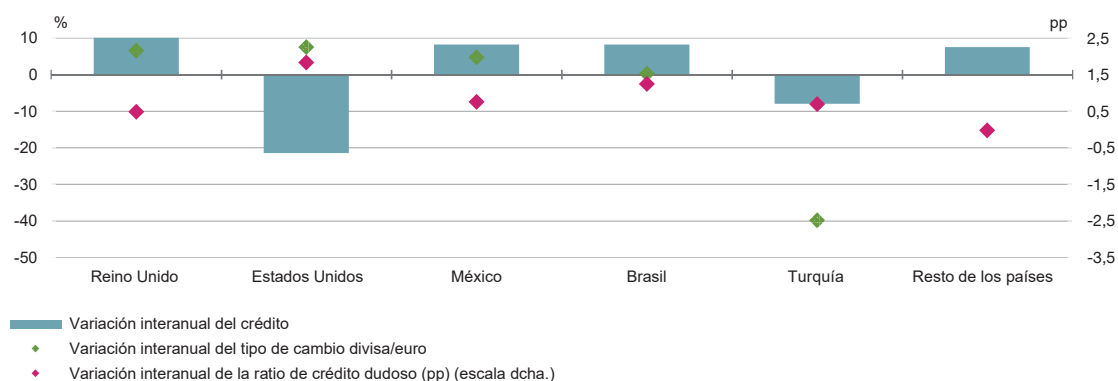
- a** El crédito a los sectores más afectados se aproxima como el correspondiente a sectores con una caída de la facturación de más del 15 % en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. El crédito a los sectores moderadamente afectados se aproxima con la siguiente sectorización del estado regulatorio FI-130: metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de los sectores poco afectados.
- b** En el análisis a nivel operación se mide la proporción del volumen de préstamos con aval ICO a empresas, empresarios individuales y hogares que presentan una situación de crédito dudoso o de vigilancia especial. La proporción clasificada, bien en vigilancia especial, bien como dudoso, se mide empleando el volumen dispuesto.
- c** Se consideran en cada fecha aquellos préstamos que presentan moratorias vencidas, correspondientes a los distintos programas adoptados desde abril de 2020 para aliviar el efecto de la pandemia de COVID-19. Los préstamos en vigilancia especial presentan un aumento significativo del riesgo de crédito desde el momento de su concesión inicial, pero sin que se haya producido un impago o una señal de que se va a producir con elevada certeza, lo que llevaría a calificarlos como dudosos. Estos préstamos son tanto a hogares como a SNF, si bien estos últimos representan una fracción muy pequeña del total.

situación normal) como de las refinanciaciones (véase gráfico 3.1.2.1). Es en los sectores más afectados por la pandemia donde se visualizan en mayor medida estos signos de deterioro (véase gráfico 3.1.2.2). En el caso de las refinanciaciones, estas aumentaron exclusivamente en SNF y empresarios individuales. También empeoró la calidad crediticia de los préstamos vinculados a moratorias vencidas y de los préstamos garantizados por el ICO (véase

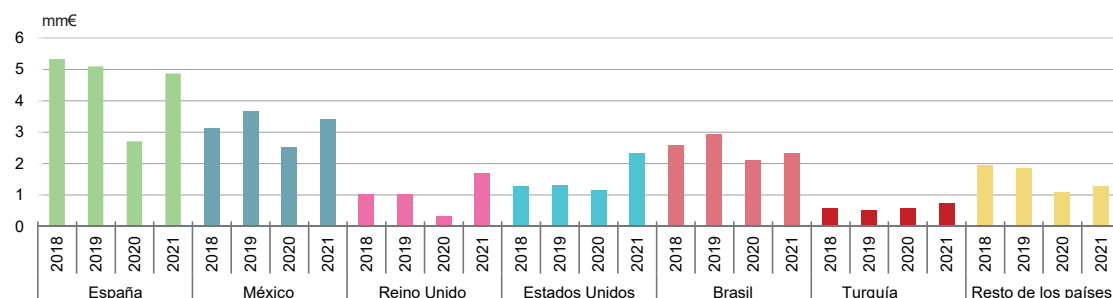
gráfico 3.1.2.2), con un incremento de la proporción que representan aquellos situados en vigilancia especial y en dudosos. En estos préstamos con garantía pública, el deterioro se observó especialmente en aquellos sectores que, habiendo estado más afectados por la pandemia, también son sensibles a elevaciones en los precios de la energía y los alimentos, como la hostelería y el transporte. Es importante prestar especial atención al efecto que el conflicto bélico en Ucrania pueda tener sobre estos préstamos, especialmente a medida que se acerca el fin de los periodos de carencia y que, por lo tanto, los prestatarios deben comenzar a repagar el principal de la operación. No obstante, algunas medidas adoptadas para mitigar los efectos económicos negativos de la guerra en Ucrania, como las recogidas en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de marzo de 2022, que modifica el marco de buenas prácticas del Real Decreto-ley 5/2021, podrían aliviar la presión financiera sobre las empresas, en particular de aquellas con financiación avalada por el ICO.

Gráfico 3.1.3 Evolución del crédito bancario y rentabilidad, por geografías

1 Crédito y ratio de crédito dudoso en el exterior
Variación interanual. Datos consolidados. Diciembre de 2021



2 Distribución geográfica del resultado atribuido a la entidad dominante, excluidos resultados extraordinarios de las entidades con actividad internacional significativa (a)



FUENTE: Banco de España.

a Las entidades con actividad internacional significativa incluidas en este gráfico son cuatro, y la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en 2018-2021.

El aumento de préstamos en vigilancia especial del último año se debe fundamentalmente a los mayores flujos de entrada, mientras que la evolución de los créditos dudosos está más condicionada por el freno de los flujos de salida. El aumento del volumen de préstamos en vigilancia especial se explica por el mayor flujo de las entradas procedentes de préstamos en situación normal, ya que las entradas procedentes de préstamos dudosos se redujeron durante la pandemia y las salidas a otras situaciones de riesgo no se han visto modificadas en los últimos años. Por su parte, la moderación en el ritmo de reducción del volumen de préstamos dudosos tras la pandemia se debió a la ralentización de las salidas, y el volumen de entradas en dudosos se mantuvo similar. Esta ralentización estuvo marcada por el freno en las adjudicaciones de activos, las ventas de carteras y las titulizaciones.

En 2021, el crédito en el exterior de las entidades españolas se incrementó en relación con el año anterior (crecimiento del 4,5%, frente al descenso del 1,5% de 2020). En esta parte del negocio destacaron los descensos observados en Estados Unidos, como consecuencia de la desinversión en este país por parte de una entidad significativa, y en Turquía y Brasil, por la evolución negativa de los tipos de cambio de las monedas de estos países frente al euro (véase gráfico 3.1.3.1). La posición neta en moneda no local en las economías emergentes es generalmente reducida, lo que mitiga el riesgo derivado de las depreciaciones cambiarias, como las que se han observado durante la pandemia. Las ratios de préstamos dudosos se moderaron en 2021 en todos los países relevantes para el negocio de las entidades españolas, con la excepción de Estados Unidos.

Condiciones de financiación y liquidez

La liquidez proporcionada a las entidades bancarias europeas por el Eurosistema se incrementó durante 2021, al elevarse el volumen de los programas de compras más de lo que se ha reducido el importe de las operaciones de financiación. Esto se produjo en un contexto de tipos de interés muy reducidos en los mercados monetarios, especialmente en el segmento garantizado, que se extendió también a las transacciones con uso de deuda soberana de España como colateral. El endurecimiento esperado de la política monetaria en 2022 llevaría de forma previsible a una corrección al alza de los tipos de interés de este segmento, que se extendería también a otros mercados de financiación bancaria.

El coste y el volumen de las nuevas emisiones de deuda de las entidades españolas evolucionaron de forma dispar en 2021 según el tipo de instrumento; destaca el aumento del volumen de las emisiones de deuda no garantizada. Las entidades aumentaron las emisiones de ciertos tipos de deuda, *Tier 2* y bonos convertibles contingentes (CoCos), para cumplir con las exigencias prudenciales y de resolución. El incremento de emisiones *Tier 2* por parte de entidades pequeñas explicaría, al menos en parte, el mayor coste medio de

este tipo de instrumento. También se produjo un incremento generalizado de las emisiones de deuda no garantizada, a un coste ligeramente mayor que en 2020.

Por el lado de la financiación minorista, en España los depósitos aumentaron en 2021 (4,1 %), una tasa menor que la observada en el año anterior (8,9 %). Esto se debió, en parte, a la reducción del ahorro precautorio con respecto a 2020, al haberse limitado la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia. Las SNF incrementaron los depósitos en mayor medida que los hogares, si bien en ambos casos los aumentos fueron menores que los de 2020. La ratio de crédito sobre depósitos se situó en el 82,6 %, tras reducirse 3,5 pp en el último año, siguiendo con la senda de descenso registrada desde el final de la crisis financiera global. Por su parte, en el negocio consolidado, el incremento de los depósitos se situó en el 5,9 % en el último año.

En conjunto, el coste medio del pasivo de las entidades españolas se redujo adicionalmente en 2021, al igual que el coste del capital estimado para el subconjunto de las cotizadas. El coste del pasivo consolidado a finales de 2021 (0,5 %) se situó en un nivel claramente inferior al de 2019, antes del inicio de la pandemia (algo por encima del 1 %). A pesar de su reducción en los últimos meses del año, el coste del capital de las entidades españolas se situó en diciembre de 2021 (8,1 %) por encima del nivel observado un año antes (6,4 %). El endurecimiento de la política monetaria y el aumento de la incertidumbre por la guerra en Ucrania hacen esperar un aumento de los costes de financiación en 2022.

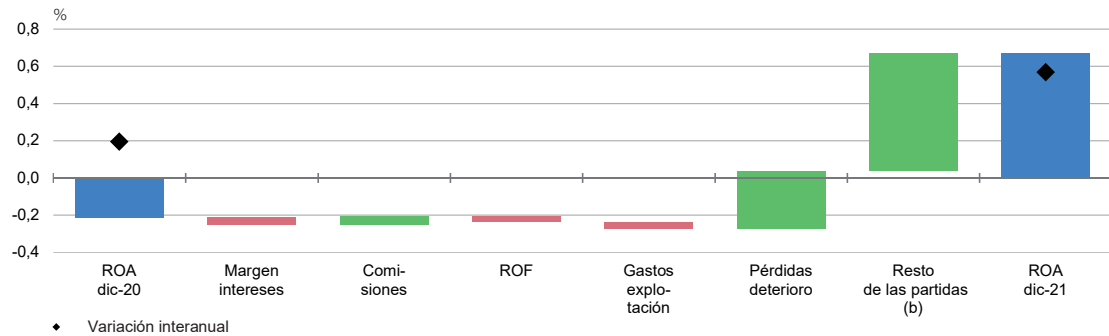
Rentabilidad

El sector bancario español en su conjunto registró un ROA del 0,67 % en 2021, frente a las pérdidas de 2020, año con un ROA del –0,21 %. En particular, mejoró el resultado ordinario, con un ROA, excluidos extraordinarios, del 0,57 % en 2021, frente al 0,20 % de 2020. Esta mejora de la rentabilidad ordinaria se debió, sobre todo, a la reducción de las pérdidas por deterioro de activos financieros (tanto en el negocio en España como en el exterior). A escala consolidada, estas pasaron de 25.300 millones de euros en 2020 a 14.300 millones de euros en 2021. El incremento de la rentabilidad total fue también posible por una evolución favorable de los elementos extraordinarios (como los ajustes de fusión y la amortización del fondo de comercio).

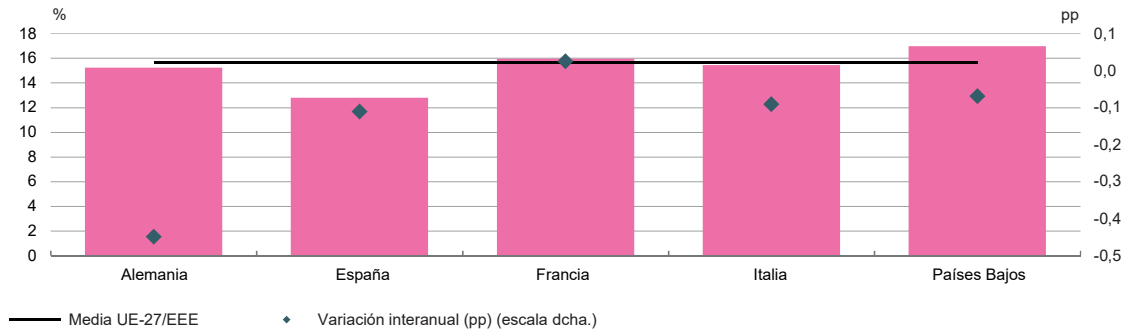
La mejora de la rentabilidad fue generalizada en el negocio en los principales países en los que las entidades españolas desarrollan una actividad internacional significativa (véase gráfico 3.1.3.2). En estos mercados, la rentabilidad volvió a registrar los niveles prepandemia; destacan México, Brasil y Estados Unidos como mercados que aportan una mayor contribución al resultado de las entidades españolas en el exterior. El resto de las entidades europeas mostraron asimismo una mejora de la rentabilidad, hasta niveles cercanos a los

Gráfico 3.1.4 Rentabilidad y solvencia de las entidades de depósito

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



2 Comparativa europea de la ratio de CET1. Datos consolidados (c). Diciembre de 2021



FUENTE: Banco de España.

a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2021 respecto a diciembre de 2020. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo los resultados extraordinarios. En particular, en diciembre de 2020: ajustes del fondo de comercio (-12,2 mm de euros), ajuste por activos fiscales diferidos (-2,5 mm de euros), coste de reestructuración (-1,2 mm de euros) y plusvalías por ventas de negocios (0,6 mm de euros); y en diciembre de 2021: resultados extraordinarios positivos como consecuencia de dos fusiones (4,2 mm de euros), segregación de una entidad aseguradora (0,9 mm de euros) y costes de reestructuración extraordinarios (-1,2 mm de euros).

b Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios referidos en la nota anterior.

c Datos para las muestras de los principales bancos de cada país de acuerdo con lo reportado al Cuadro de Seguimiento de Riesgo de la EBA.

de antes de la pandemia, debido también fundamentalmente a una reducción de las dotaciones para deterioros financieros. La ratio de eficiencia, que no sufrió modificaciones importantes durante la pandemia, se mantiene más reducida (mejor) en España que en otros países europeos.

En la parte superior de la cuenta de resultados, creció el margen bruto (3%). Este incremento vino impulsado por la tímida mejoría del margen de intereses y, sobre todo, por un incremento de las comisiones netas, que más que compensaron la notable caída del resultado de operaciones financieras (véase gráfico 3.1.4.1). Cabe señalar que los ingresos por comisiones se han incrementado en los últimos años en un proceso de convergencia hacia valores medios europeos, en paralelo con un proceso de ajuste de la capacidad, con una reducción importante de oficinas y del empleo.

Solvencia

La solvencia de las entidades españolas en términos de ratio CET1 se mantuvo relativamente estable en 2021 (12,8% para las principales entidades)¹⁴, tras el incremento que se observó en 2020. Esta evolución estuvo en línea con lo ocurrido en los principales bancos europeos (véase gráfico 3.1.4.2). Tanto el numerador como el denominador de esta ratio CET1 se redujeron de forma similar en este período, lo que contribuyó a la mencionada estabilidad de esta. Por entidades, la dispersión en la ratio CET1 se ha reducido en 2021 con respecto al año anterior.

En las entidades españolas, los colchones voluntarios (incluyendo P2G) suponen una proporción reducida sobre el CET1 en relación con la observada en las entidades de los principales países europeos. En efecto, el colchón voluntario representa un 33,5% de la ratio CET1 en el caso de España, solo por encima de las entidades alemanas (32,5%). Este relativamente reducido colchón podría suponer un cierto riesgo para el mantenimiento del flujo de crédito en caso de fuertes perturbaciones adversas que implicaran consumo de capital, ya que, *ceteris paribus*, los bancos con ratios de capital próximos al mínimo regulatorio tienden a moderar la concesión de crédito en esos escenarios.

Análisis y medidas macroprudenciales

Durante 2021, el Banco de España mantuvo el porcentaje del CCA aplicable a las exposiciones crediticias situadas en España en el nivel mínimo del 0%. En 2021, la recuperación económica que siguió a la pandemia de COVID-19 fue más lenta y desigual de lo esperado inicialmente. Para evitar efectos indeseados en el crecimiento económico, el Banco de España reiteró su intención —ya manifestada tras la irrupción del COVID-19 en marzo de 2020— de no aumentar el porcentaje de este instrumento, al menos mientras los indicadores de seguimiento de la actividad económica continúen mostrando una recuperación incompleta¹⁵. Esta orientación del CCA buscó sostener el flujo de crédito proporcionando a las entidades mayor certidumbre sobre la relajación de los requerimientos de capital y así apoyar el crecimiento económico¹⁶, evitando efectos procíclicos¹⁷.

La recuperación de la actividad económica del año pasado ayudó a corregir parte de los desequilibrios producidos durante la pandemia sobre

¹⁴ Para el conjunto de las entidades de depósito españolas, la ratio de capital total se situó en el 17,2%; la de *Tier 1*, en el 15%, y la CET1, en el 13,3%.

¹⁵ Véase el [fichero](#) con información metodológica relevante para la fijación del colchón de CCA (accesible en el sitio web del Banco de España), que sustenta los anuncios de medidas sobre este instrumento.

¹⁶ Esta orientación está en línea con las indicaciones de la JERS en apoyo de la utilización de las herramientas macroprudenciales para sostener la provisión de crédito por parte de las entidades bancarias a la economía real (véase, por ejemplo, la [nota de prensa del 2 de abril de 2020](#)).

¹⁷ En particular, un endurecimiento de la política macroprudencial podría tener efectos procíclicos en un entorno de incertidumbre como el actual, ya que, al dificultar la provisión de financiación a la economía, es posible que a su vez deteriorase la situación de la economía.

el conjunto de los indicadores habitualmente analizados para la fijación del CCA, como la brecha de crédito-PIB. La brecha de crédito-PIB mide la distancia entre el endeudamiento agregado de la economía (ratio de crédito sobre PIB) y su tendencia de equilibrio a largo plazo¹⁸. Este es el principal indicador de referencia empleado en las revisiones del CCA en condiciones normales. No obstante, durante la pandemia este indicador ha perdido parte de su valor informativo, al no estar concebido para su uso en situaciones como la generada por la crisis sanitaria, originada por perturbaciones de naturaleza ajena al sistema financiero. Por tanto, el incremento hasta niveles positivos que ha mostrado este indicador no estaría reflejando un aumento de vulnerabilidades sistémicas cíclicas susceptibles de requerir la activación del CCA, sino que se explicaría fundamentalmente por la rápida y pronunciada caída del PIB durante la pandemia y el aumento del nivel de crédito concedido, en particular en 2020, como resultado de las medidas públicas de apoyo¹⁹. La recuperación económica iniciada en 2021 ha supuesto una corrección parcial a la baja de la brecha de crédito-PIB (véase gráfico 3.1.5), pero esta se mantiene en niveles elevados. En 2022 será necesario monitorizar que la esperada recuperación de la actividad económica hasta niveles anteriores a la pandemia se traduzca en una reducción adicional de este indicador hacia valores de equilibrio.

En este contexto, ha sido necesario considerar indicadores complementarios a la brecha de crédito-PIB para analizar la posición cíclica de la economía española. En particular, la brecha de producción, que mide la distancia entre el crecimiento efectivo y el nivel que se podría alcanzar sin que aumente la inflación, muestra valores negativos que permiten interpretar que la recuperación iniciada en 2021 aún no había corregido plenamente el deterioro acumulado durante la pandemia (véase gráfico 3.1.5). Otros indicadores sobre desequilibrios crediticios y de precios del sector inmobiliario —que, si bien se incrementaron en 2021, continúan próximos a los niveles de equilibrio— confirmaron la ausencia de alertas²⁰.

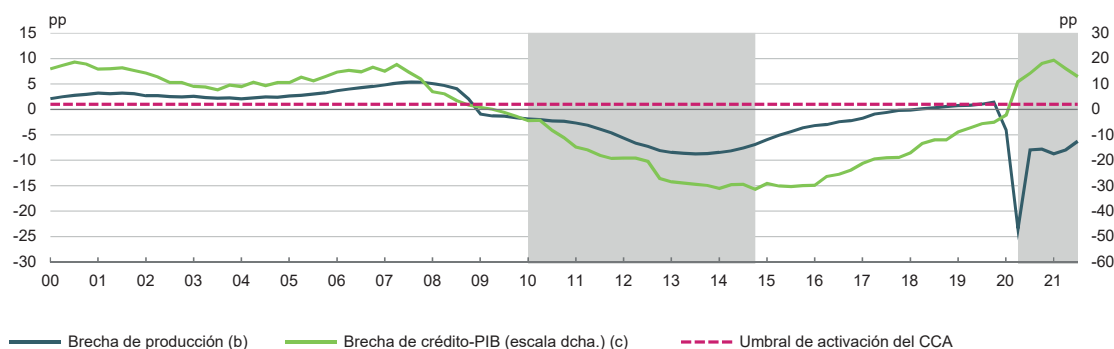
El Banco de España identifica anualmente las entidades de crédito españolas de importancia sistémica y fija sus colchones macroprudenciales de capital. El Banco de España identifica las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y de importancia sistémica nacional, denominadas «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS) —sobre la base de criterios objetivos que atienden a variables de

¹⁸ Esta tendencia se calcula mediante procedimientos estadísticos (en concreto, por medio de un filtro de Hodrick-Prescott de una cola).

¹⁹ La ausencia de alertas se ve también apoyada por la evolución de la brecha de crédito-PIB de Basilea, que utiliza un parámetro de suavizado de 400.000, en lugar de 25.000, y que se ha mantenido en niveles negativos.

²⁰ El conjunto de indicadores cuantitativos que guían las decisiones del CCA comprende indicadores de desequilibrios de crédito, desequilibrios de precios en el sector inmobiliario, servicio de la deuda, desequilibrios externos y entorno macroeconómico. 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*, Documento de Trabajo, n.º 1847, Banco de España.

Gráfico 3.1.5 Brechas de producción y de crédito-PIB, 2000-2021 (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a** Las áreas sombreadas muestran dos períodos de crisis: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 al 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 de crédito-PIB.
- b** La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010 [para más detalles, véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España].
- c** La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo estimada 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].

tamaño y modelo de negocio de las entidades—²¹. A cada entidad identificada se le exige un requerimiento adicional de capital para reforzar su resiliencia, mitigar los efectos adversos que estas pudieran llegar a ocasionar al sistema financiero a escala global o nacional y promover una asunción más prudente de riesgos.

En 2021 se identificaron una EISM y cuatro OEIS. En julio de 2021, el Banco de España anunció la designación de cuatro OEIS con sus colchones de capital asociados en 2022²², mientras que en diciembre de 2021 se comunicó la identificación de una EISM con su requerimiento correspondiente a 2023²³. Los colchones aplicables en 2021 a las entidades sistémicas (véase cuadro 3.1.1) habían sido anunciados en 2019 (EISM) y en 2020 (OEIS). En relación con el ejercicio anterior, cabe destacar que en 2022 la relación de OEIS ha variado debido al cese como OEIS de BFA Tenedora de Acciones, SAU (matriz de Bankia, SA) desde marzo de 2021, dada la integración de Bankia, SA, en CaixaBank, SA. A consecuencia de esta operación, ha aumentado la importancia sistémica de CaixaBank, lo que ha deparado un aumento de su colchón como OEIS del 0,25% al 0,5% de sus activos ponderados por riesgo. Este aumento es exigible de manera gradual (el 0,375% en 2022 y el 0,5% a partir del 1 de enero de 2023), bajo el supuesto de que la entidad mantenga o incremente su puntuación sistémica. Esta

21 En concreto, se emplean indicadores relacionados con el tamaño del balance, el grado de interconexión con el sistema financiero bancario y no bancario, la posibilidad de sustituir 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.

22 Véase «El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2022», nota de prensa del 29 de julio de 2021.

23 Véase «El Banco de España designa una Entidad de Importancia Sistémica Mundial y establece su colchón de capital macroprudencial para 2023», nota de prensa del 20 de diciembre de 2021.

Cuadro 3.1.1 Colchones de capital para entidades sistémicas en 2021

Código LEI	Entidad	Designación	Colchón de capital exigido en 2021 (%)	Colchón de capital exigido en 2022 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,00	1,00
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	0,75	0,75
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,25	0,375
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25	0,25
549300GT0XFTFHGOIS94	BFA Tenedora de Acciones, SAU (Bankia, SA)	OEIS	0,25 (*)	—

FUENTE: Banco de España.

NOTA: (*) El requerimiento de BFA Tenedora de Acciones, SAU, fue efectivo hasta el 26 de marzo de 2021, fecha a partir de la cual Bankia, SA, pasa a integrarse en CaixaBank, SA. El código LEI denota el identificador de entidad jurídica (*Legal Entity Identifier* en inglés).

medida macroprudencial de OEIS del Banco de España fue respaldada por el BCE y la AMCESFI, que emitió una opinión consultiva favorable (véase el capítulo 1).

El Banco de España aprobó en diciembre la Circular 5/2021, de desarrollo de nuevas herramientas macroprudenciales²⁴. Este nuevo conjunto de instrumentos²⁵ a disposición del Banco de España comprende: i) un componente sectorial del CCA; ii) límites a la concentración crediticia a sectores económicos, y iii) límites y condiciones a la concesión de préstamos y a otras operaciones de las entidades. El proyecto de circular (de modificación de la Circular 2/2016, de 2 de febrero, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia) había sido previamente sometido a consulta pública en febrero de 2021. Con este importante desarrollo normativo, el Banco de España se equipara a aquellas autoridades bancarias nacionales de la UE que disponen de un conjunto de herramientas macroprudenciales más completo.

3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas

Mercados de valores

En general, la evolución de los mercados financieros²⁶ en 2021 estuvo condicionada por la recuperación del crecimiento económico, los programas

²⁴ Véase el texto completo de la Circular 5/2021, así como la nota de prensa del Banco de España y la presentación «El marco de política macroprudencial del Banco de España», del director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución, realizada el 23 de diciembre de 2021.

²⁵ Estas herramientas fueron otorgadas a través del Real Decreto-ley 22/2018 y del Real Decreto 102/2019.

²⁶ Los principales índices bursátiles internacionales experimentaron alzas de entre el 16% y el 21%, que continuaron con las subidas observadas en la última parte de 2020, en un contexto de notable descenso de la volatilidad.

de expansión fiscal por la pandemia y las expectativas de normalización de la política monetaria, en un contexto de avances en la vacunación, así como de un temor creciente por el alza de los precios. El mayor control de la pandemia no estuvo exento de la aparición de episodios de incertidumbre asociados a las nuevas variantes de COVID-19. En este entorno, el avance de los mercados de renta variable españoles fue más modesto (el IBEX-35 se revalorizó un 7,9 %) que el de los mercados de nuestro entorno, que en su mayor parte cerraron el ejercicio con revalorizaciones superiores al 20 %. Este menor avance tuvo su origen en la menor velocidad de la recuperación de la economía española frente al resto de las grandes economías de la zona del euro, pero también en la diferente estructura de los índices bursátiles, con una relevancia menor en el caso de España de los valores de los sectores tecnológicos, de consumo e industriales, y mayor de los valores de sectores como el ocio y el turismo, que se vieron particularmente afectados por la variante delta. En el caso del mercado español, destacó el buen comportamiento del sector bancario, donde los principales bancos acumularon alzas en torno al 20 %, e incluso superiores al 40 % en algunos casos. Los niveles de volatilidad de los precios de los activos de renta variable, tanto en la bolsa española como en los principales mercados internacionales, apenas presentaron cambios significativos a lo largo del año. Aunque se observaron ligeras alzas en la última parte de 2021, los diferentes indicadores de volatilidad histórica de los índices bursátiles cerraban el ejercicio en niveles inferiores al 18 %²⁷.

En Europa, las alzas vinieron además apoyadas por el mantenimiento de la política monetaria expansiva por parte del BCE. El indicador que agrupa los principales valores cotizados de los países de la zona del euro, el EURO STOXX 50, subió un 21 % en 2021. Esta cifra fue superada por la referencia más amplia del STOXX Europe 600, que, con un ascenso del 22,3 %, refleja que el comportamiento favorable de los mercados europeos no se limitó al conjunto de los valores cotizados con mayor peso. Superaron la subida del EURO STOXX 50 los índices de Austria (38,9 %), Francia (28,9 %), Países Bajos (27,8 %) y Noruega (24,4 %), mientras que los índices de países como Bélgica (19 %), Alemania (15,8 %), Reino Unido (14,3 %) y Portugal (13,7 %) se situaron ligeramente por debajo.

En el plano internacional, las bolsas de Estados Unidos cerraron 2021 con cotas históricas de los principales índices, mientras que la evolución de los parqués asiáticos, si bien positiva, fue más contenida. La recuperación económica y los programas de apoyo fiscal pesaron más que la incertidumbre generada por el repunte de la inflación y el inicio de la retirada de los programas de compra de activos de deuda por parte de la Reserva Federal. De este modo, el S&P 500 registró una subida del 26,9 %, y el Nasdaq, del 26,6 %, superiores a la media mundial. En el caso del Nasdaq, se trata de su duodécimo año consecutivo con ganancias. El Dow Jones (18,7 %) registró una subida inferior a los otros dos

²⁷ En el caso del IBEX-35, el promedio anual de este indicador fue del 15,9 %, casi la mitad del 28,4 % alcanzado en 2020.

índices norteamericanos, pero significativa y en línea con la media mundial. Más rezagados se quedaron los índices asiáticos, con ascensos inferiores al 5 % en el caso del índice Nikkei de Japón y el de Shanghái en China.

La actividad emisora volvió a crecer en el pasado ejercicio y nuevas compañías se incorporaron a las bolsas. El volumen de emisiones de acciones en España creció hasta alcanzar casi 15 mm de euros (un 37,6 % más), el importe más elevado desde 2017. Asimismo, tres nuevas empresas se incorporaron a cotizar en las bolsas²⁸.

La contratación de renta variable española durante el ejercicio 2021 retrocedió un 11,6 %, hasta alcanzar 690 mm de euros, su importe más bajo desde 2003. La tendencia que se observa desde hace varios años, por la que la negociación de acciones españolas se desplaza desde el mercado regulado español hacia otros centros de negociación y mercados competidores, comenzó a estabilizarse en 2021. Así, la negociación en el mercado regulado español disminuyó un 12,7 %, hasta los 365 mm de euros, y la de otros centros de negociación y mercados competidores lo hizo un 10,2 %, hasta los 325 mm de euros. Por tanto, la cuota de mercado de estos últimos en la negociación total se incrementó ligeramente, hasta el 46,7 % (46,1 % en 2020).

En los mercados de deuda nacionales, el rendimiento de la deuda soberana se mantuvo en niveles reducidos en todos los tramos de la curva durante el ejercicio —al igual que sucedió en las economías europeas—, favorecido por las actuaciones de política monetaria del BCE. No obstante, tanto en los meses de primavera como en la última parte del año se observó una tendencia alcista²⁹ en los tramos más largos de la curva, ante el aumento de la inflación y la perspectiva de un endurecimiento de la política monetaria. En el caso de la deuda pública, al cierre del ejercicio los tipos se situaban en el 0,6 % para la referencia a diez años³⁰, 54 puntos básicos (pb) más que al final de 2020, a la vez que los rendimientos negativos se reducían hasta el plazo de cinco años, alejándose de los mínimos históricos alcanzados en 2020. Asimismo, el bono alemán a diez años terminó el ejercicio en el -0,18 % (+40 pb en el ejercicio), mientras que el italiano al mismo plazo lo hizo en el 1,19 % (+67 pb durante 2021).

La prima de riesgo del bono español a diez años experimentó escasas variaciones, incrementándose desde los 63 pb al inicio del ejercicio hasta los 77 pb al cierre de este. A pesar del comienzo de la reducción en el ritmo de compras del BCE, el diferencial del bono español se mantuvo estable en niveles relativamente bajos.

²⁸ Acciona Energía, Grupo Ecoener y Línea Directa, mediante oferta pública de venta, oferta pública de suscripción y *listing*, respectivamente.

²⁹ La aparición de nuevas variantes de COVID-19 (delta y ómicron) a lo largo de 2021 actuaron como freno al alza de rentabilidades por el temor a que restricciones sanitarias adicionales afectaran negativamente al crecimiento económico.

³⁰ El rendimiento del bono alcanzó un máximo anual del 0,64 %.

Las rentabilidades de la deuda corporativa siguieron en 2021 una senda similar a las de la deuda soberana, afectadas por los mismos factores. La rentabilidad del índice iBoxx de deuda corporativa en euros finalizó 2021 en el 0,74 % (+38 pb en el ejercicio), su máximo anual. Por su parte, las primas de los subsectores privados disminuyeron ligeramente, favorecidas por el contexto de recuperación económica y los efectos de los programas de compra de activos de deuda del BCE³¹.

La actividad en los mercados primarios de deuda privada en 2021 se mantuvo en niveles similares a los del ejercicio anterior, pues las compañías españolas siguieron aprovechando las buenas condiciones del mercado para refinanciarse a un coste reducido. Aunque, debido al menor importe de las emisiones de bonos simples y de titulización, el volumen total de emisiones de renta fija registradas en la CNMV retrocedió un 23,4 %, hasta alcanzar 101,2 mm de euros —un nivel similar al existente en los ejercicios previos al estallido de la pandemia—, este descenso se compensó por el incremento de las emisiones realizadas en el exterior. Estas últimas se situaron en 121,8 mm de euros, un 35 % por encima de la cifra de 2020. Asimismo, las emisiones de bonos ASG (con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza) crecieron de modo destacado, hasta alcanzar algo más de 13 mm de euros³². De este importe, más de 10 mm de euros fueron bonos verdes.

Las infraestructuras financieras de contratación y poscontratación de valores domiciliadas en España desarrollaron sus actividades en 2021 sin incidencias significativas. Conviene destacar el proceso de integración de las infraestructuras de SIX Group AG y del grupo BME como consecuencia de la adquisición del segundo por el primero.

Además, la CNMV llevó a cabo en 2021 los ejercicios anuales de revisión de cumplimiento de los requisitos impuestos por la legislación de la UE en relación con las dos infraestructuras sistémicas del grupo BME, BME Clearing e Iberclear. Con respecto a la primera, BME Clearing, SA, las principales magnitudes de control de riesgos se vieron muy afectadas por el incremento de los precios de la electricidad y del gas natural. Así, en 2021 el segmento de energía aumentó el tamaño del fondo de garantía frente a incumplimientos en más de ocho veces, y en más de seis veces las garantías requeridas a los participantes en dicho segmento.

El depositario central, Iberclear, continuó en 2021 implementando las medidas necesarias para la entrada en vigor en febrero de 2022 del régimen de disciplina en la liquidación. Dos de sus objetivos son minorar el riesgo sistémico mediante la mejora de la eficiencia en la liquidación y reducir las tasas de instrucciones de liquidación fallidas. Estos trabajos implicaron la preparación

³¹ Cabe señalar que los efectos de estos últimos únicamente afectan al segmento de grado de inversión, ya que es el único incluido en los programas de compra de activos del BCE.

³² Esta cifra representa cerca del 10 % de las emisiones de deuda a largo plazo de los emisores españoles.

de sus entidades participantes, la implantación de procedimientos internos en Iberclear y la participación, junto con los demás depositarios integrados en T2S y el Eurosistema, en el desarrollo del mecanismo común de penalizaciones. En febrero de 2022, el régimen de disciplina en la liquidación entró en vigor sin incidencias significativas.

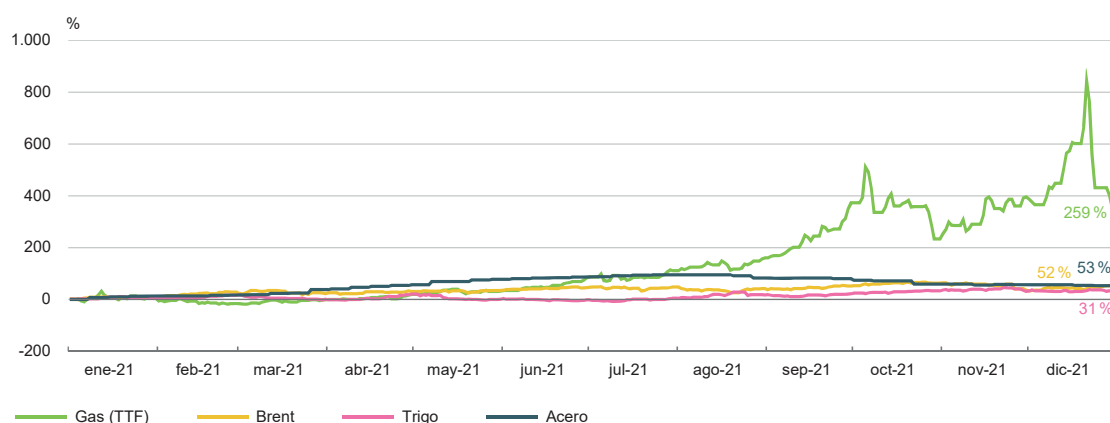
Al cierre de 2021 se pudo observar un cierto cambio en el perfil de los riesgos más relevantes identificados en los mercados, donde ganó peso el riesgo de tipo de interés, ante las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria. Además, el deseo de los inversores de preservar el valor del dinero ante la amenaza de la inflación acentúa los incentivos de estos para adquirir activos con mayores expectativas de rentabilidad y, por tanto, con mayores niveles de riesgo. Este tipo de activos lleva asociado un incremento significativo de la volatilidad (activos de renta variable, de mercados emergentes o criptoactivos) y del riesgo de crédito (tienen peores calificaciones crediticias —como la deuda subordinada y la *high yield*—), y un nivel más reducido de liquidez (deuda subordinada y *high yield*, fondos de *private equity* o activos inmobiliarios). En este contexto, cualquier perturbación que ocurra en los mercados puede afectar a la valoración de los diferentes activos y dar lugar a importantes correcciones de precios. Estas disminuciones de los precios serían más acentuadas en los activos con mayores niveles de riesgo y podrían dar lugar a espirales de contagio.

Mercados de materias primas y divisas

A lo largo de 2021, el precio de las materias primas mostró una tendencia alcista, a medida que la demanda de dichos productos se fue recuperando con mayor rapidez que la oferta, lo que ocasionó cuellos de botella en determinadas cadenas de suministros. Las subidas de los precios han sido generalizadas en los distintos subsectores de materias primas, incluyendo productos energéticos, metales, minerales y alimentos. En particular, destacó la subida del precio del gas natural desde julio de 2021 por una combinación de factores económicos, climáticos y, especialmente, geopolíticos. Dado el impacto que el precio del gas natural tiene sobre el precio de la electricidad en un mercado mayorista marginalista, el Gobierno aprobó en septiembre el Real Decreto-ley 7/2021 con el objetivo de aliviar el efecto del alza del precio del gas sobre la factura eléctrica. En concreto, se adoptaron medidas consistentes en: i) la reducción (IVA) y supresión (impuesto de generación eléctrica) de los impuestos que afectan al precio de la energía; ii) la detracción de las retribuciones extraordinarias que percibían las empresas generadoras de electricidad (hidroeléctricas y nucleares) como consecuencia del aumento del precio del gas; iii) la protección de los consumidores más vulnerables, y iv) el fomento de fuentes de energía más limpias y baratas.

Tras varios años de escasas variaciones, en 2021 el euro se depreció frente a las principales divisas, con la excepción del yen japonés. En concreto, el euro

Gráfico 3.2.1 Evolución del precio de las principales materias primas (a) (b)



FUENTE: Refinitiv.

NOTA: TTF: *Title Transfer Facility*.

a Variación del precio en porcentaje desde el 1 de enero de 2021.

b Se destacan los valores de cada serie a 31 de diciembre de 2021.

se debilitó un 6,91 % frente al dólar estadounidense (USD) durante 2021, pasando de un tipo de cambio de 1,2212 USD/EUR a un tipo de 1,1368 USD/EUR al cierre del año, debido principalmente a unas expectativas de evolución de tipos de interés más alcistas en Estados Unidos que en la zona del euro. En contraposición, el euro se apreció un 3,74 % frente al yen, dadas unas actuaciones más acomodaticias por parte del Banco de Japón.

Por su parte, las divisas de los principales países emergentes se apreciaron frente al euro, apoyadas en la subida de los precios de las materias primas y en una política monetaria más restrictiva. Los bancos centrales de las economías emergentes fueron incrementando de manera generalizada los tipos de interés, con el objetivo de contener la inflación y anclar las expectativas de los agentes económicos. Con carácter excepcional, destacó la lira turca, al depreciarse alrededor de un 70 % frente al euro, influida por las decisiones de política monetaria de su banco central.

3.3 Intermediación financiera no bancaria

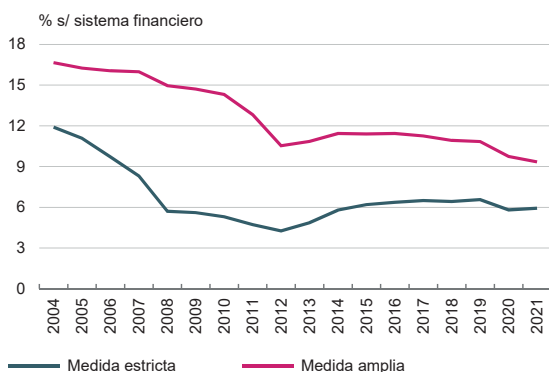
El volumen de activos que conforman la denominada «medida estrecha»³³ de las actividades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España alcanzó en 2021 los 329 mm de euros, un 8,4 % más que en 2020³⁴. A pesar de este crecimiento, la relevancia de la IFNB en el conjunto del sistema financiero continuó siendo modesta y apenas se incrementó una

³³ Se entiende como medida amplia de la IFNB el conjunto de todas las entidades que cumplen con una de las funciones económicas descritas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), mientras que la medida estrecha se obtendría detrayendo aquellas de estas entidades que consolidan en un grupo bancario.

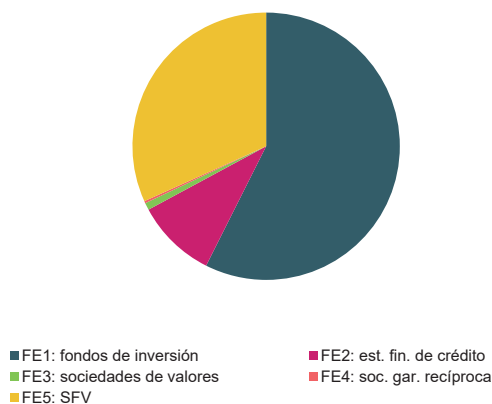
³⁴ La CNMV publica con carácter anual un informe detallado al respecto (*Monitor de la intermediación financiera no bancaria*).

Gráfico 3.3.1 Intermediación financiera no bancaria (2021)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Funciones económicas (medida amplia)



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

décima, al pasar del 5,8 % al 5,9 %, puesto que otros segmentos de este también experimentaron crecimientos considerables en 2021. Destacaron los aumentos de los activos del banco central (16,2 %) y de las entidades de crédito (4,7 %). La relevancia de la IFNB en España es algo inferior a la que se observa en la mayor parte de los países de la UE, donde oscila entre el 8 % y el 12 % del sistema financiero total³⁵.

La medida de la IFNB se obtiene a partir del volumen de activos que no está relacionado con el sector bancario y que se puede encuadrar dentro de una de las cinco funciones económicas definidas por el FSB³⁶. Estas funciones son las siguientes: (FE1) vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos; (FE2) concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo; (FE3) intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo³⁷; (FE4) entidades que realizan una actividad de facilitación de la creación de crédito, y (FE5) intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Esta clasificación da lugar a una medida, denominada «amplia», cuyo importe se situó en 2021 en 519 mm de euros, un 1,9 % más que en 2020. El 57 % de este importe correspondió a los activos de la primera función, que son los más importantes en España dentro de la IFNB y que se nutren de determinadas tipologías de instituciones de inversión colectiva (IIC). El

³⁵ Según el último informe publicado por el FSB con datos correspondientes a 2020, la medida estrecha de la IFNB en los países analizados se situaba, en términos agregados, en el 13,7 % del sistema financiero total, y para las economías avanzadas este porcentaje rondaba el 15 %. Véase FSB (2021), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2021*, 16 de diciembre, y también ESRB (2021), *Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor*, publicado en el mes de agosto.

³⁶ Véase FSB (2013), *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 de agosto

³⁷ O financiación garantizada.

32 % de los activos pertenecen a entidades de la quinta función, la siguiente en relevancia, formada por titulizaciones. El 11 % restante se reparte entre entidades de la función económica 2 (establecimientos financieros de crédito), con un 10 %, dejando la relevancia de las funciones 3 y 4 en un escaso 1 %.

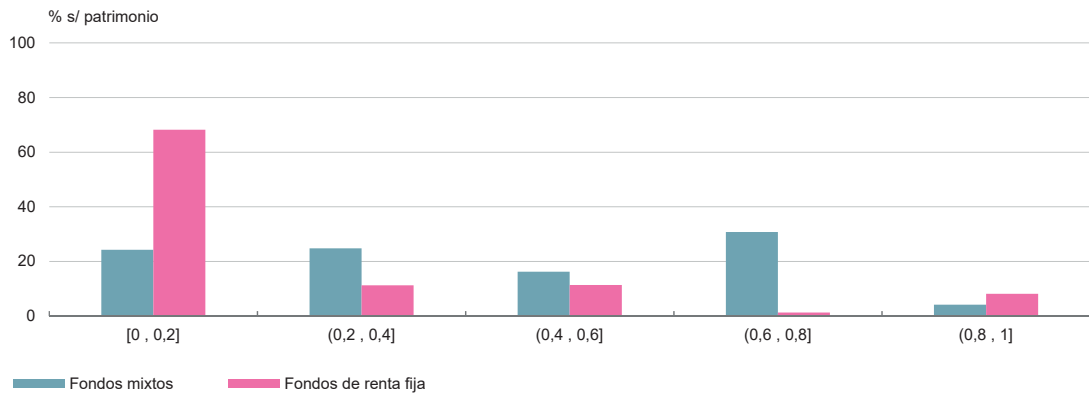
Para obtener la medida estrecha de la IFNB es preciso descontar los activos de estas entidades que consolidan en grupos bancarios. Este proceso, que detrae de la medida amplia un importe de activos superior a 190 mm de euros, da lugar a los 329 mm de euros anteriormente mencionados. La consolidación es un fenómeno que no afecta a todas las funciones económicas por igual. No afecta, por ejemplo, a la función más importante (FE1), pero sí lo hace a las titulizaciones (FE5), cuyos activos se ven disminuidos en un 88 % tras este procedimiento. También es considerable la proporción de los activos que se detraen de las entidades de la FE2 (establecimientos financieros de crédito), con un 84 %. Como consecuencia de estas diferencias, la relevancia de la FE1 (IIC) dentro de la medida (estrecha) de la IFNB se incrementa desde el 57 % hasta el 91 %, mientras que la de las titulizaciones se reduce hasta el 6 %. El 3 % restante se reparte entre las demás funciones. Es importante señalar que la relevancia de la FE1 dentro de la IFNB se ha incrementado de forma progresiva desde el 60 % del total en 2010 hasta el 91 % en 2021, su máximo histórico.

La delimitación de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB permite identificar y hacer un seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. Los fondos de inversión pueden suponer un mayor riesgo para la estabilidad financiera debido a su tamaño; por este motivo, es especialmente relevante el seguimiento de las condiciones de liquidez de su cartera y su grado de apalancamiento³⁸, así como su exposición al riesgo de crédito. Asimismo, también es importante realizar un análisis de los fondos de titulización, no solo por su tamaño, sino también por su elevada interconexión con otras partes del sistema financiero; el riesgo de transformación de vencimientos es el más relevante. Sin embargo, en el caso español, este riesgo no es elevado, ya que tradicionalmente la mayor parte de los activos titulizados y de los valores emitidos (pasivo) han procedido de préstamos o créditos a largo plazo, mayoritariamente hipotecarios, con un menor riesgo de transformación de vencimientos. Así, en 2021 los activos y los pasivos a corto plazo solo representaban el 22,7 % y el 15,5 % del balance, respectivamente, unas cifras ligeramente superiores a las del año anterior (21,8 % y 14,3 %).

La exposición al riesgo de mercado continúa muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación. Se calcula el apalancamiento indirecto,

³⁸ La relevancia del seguimiento del apalancamiento como fuente de riesgo en el ámbito de los fondos de inversión se ha recogido, incluso, a escala europea en el artículo 25 de la directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés). Este artículo establece la obligación de que las autoridades nacionales competentes lleven a cabo un seguimiento periódico del nivel de apalancamiento asumido por los fondos de inversión alternativa con el fin de valorar su posible efecto sobre la estabilidad financiera.

Gráfico 3.3.2 Apalancamiento de los fondos mixtos y de renta fija (2021) (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.

es decir, mediante el uso de derivados, debido a que el endeudamiento financiero (apalancamiento directo) está muy restringido por la regulación³⁹. De esta forma, una evaluación de las 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 (95,6 % del total en términos patrimoniales)⁴⁰, muestra que la exposición al riesgo de mercado suponía al cierre de 2021 el 35 % de su patrimonio, un porcentaje que, a pesar del aumento en relación con 2020 (28,6 %), continuaba 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 fija⁴¹ muestra que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en casi el 80 % de los fondos de renta fija y el 50 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 8,1 % y un 4,1 % del patrimonio correspondía a fondos con valores relativamente elevados de exposición a este riesgo, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio.

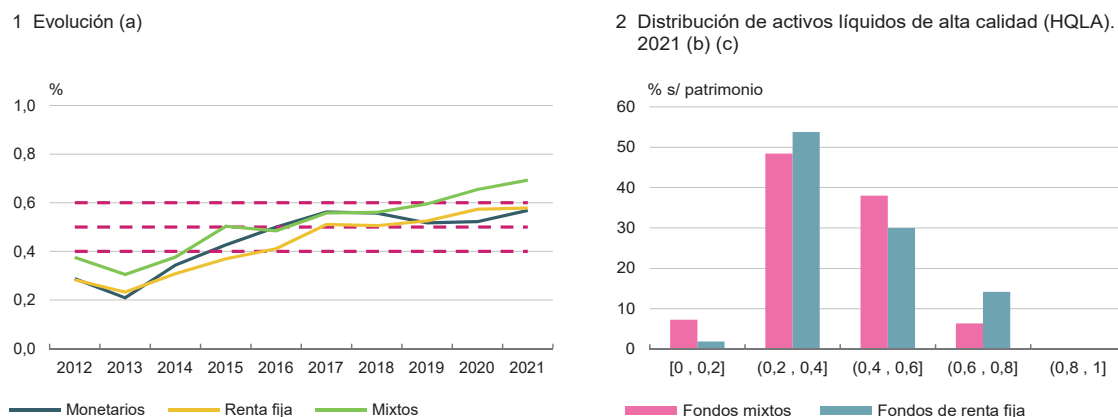
La CNMV estima diferentes métricas de liquidez que no señalan un deterioro reseñable de las condiciones de liquidez de los fondos de inversión. La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el ámbito de estos fondos, ya que la mayoría de estas instituciones permiten reembolsos con carácter diario. Una de las métricas calculadas revela una proporción algo mayor de los activos menos líquidos en los fondos mixtos (véase

³⁹ 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.

⁴⁰ El 4,4 % del patrimonio restante corresponde a IIC que: i) no operan con derivados (1 %); ii) tienen una exposición al riesgo de crédito calculada con la metodología VaR (1,9 %), o iii) cuentan, aunque están sujetas a la normativa UCITS, con la posibilidad de acogerse a una mayor flexibilidad en ciertos aspectos de la operativa a través de instrumentos derivados y de superar el límite del 100 % de exposición al riesgo de mercado (1,5 %).

⁴¹ Los fondos mixtos y de renta fija son los que representan una mayor proporción dentro de la FE1, con un 58,5 % y un 29 %, respectivamente, del total. En relación con el total de IIC que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, su peso era similar: del 58,7 % y del 29,6 %.

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



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 (0,4 %), de riesgo moderado a riesgo medio (0,5 %) y de riesgo medio a riesgo alto (0,6 %).

- 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 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.

gráfico 3.3.3.1). Esta evolución se explica por el incremento del peso relativo de las categorías de activos consideradas más arriesgadas⁴², como las acciones, que, de acuerdo con esta métrica, se consideran menos líquidas en una proporción del 50 %. Además, esta métrica no incorpora la valoración de la liquidez de las inversiones en otras IIC, que las asume como poco líquidas al 100 %, por lo que puede considerarse una medida muy conservadora de esta. Otras métricas de liquidez realizadas exclusivamente sobre la cartera de renta fija privada⁴³ revelan que los activos menos líquidos⁴⁴ han descendido de forma notable en los últimos dos años. Así, mientras que a finales de 2019 estos suponían un 7,6 % de la cartera de renta fija corporativa, al cierre de 2021 este porcentaje se había reducido hasta el 3,8 %.

Una evaluación individualizada de las condiciones de liquidez de los fondos mixtos y de renta fija revela una proporción alta de activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés) en su cartera. En este análisis, en el que se utiliza una métrica de liquidez alternativa que

⁴² Así, mientras que los fondos globales, gracias a las elevadas suscripciones realizadas durante el año (alrededor de 23 mm de euros en términos netos), aumentaron su importancia relativa del 27,4 % en 2020 al 28,8 % en 2021, los fondos de renta variable mixta o garantizados de renta variable experimentaron retrocesos patrimoniales que provocaron una disminución de su peso dentro de la categoría de fondos mixtos.

⁴³ Estos activos se consideran en su totalidad menos líquidos de acuerdo con la métrica anterior.

⁴⁴ Esta métrica evalúa la liquidez considerando como activos líquidos aquellos que tienen un vencimiento inferior a un año o tienen precios CBBT en Bloomberg (cotizaciones en firme ofrecidas por los distintos contribuidores de este proveedor).

incorpora la calificación crediticia de los HQLA, se observa que a finales de 2021 alrededor del 50 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 63 % de los fondos mixtos tenían 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 1,9 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 7,3 % de los fondos mixtos.

Las pruebas de resistencia realizadas muestran, en general, la resistencia del mercado de fondos de inversión a los diferentes escenarios planteados.

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 Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) (en el marco de trabajo de STRESI)⁴⁵ y posteriormente ampliada por la CNMV⁴⁶. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de diciembre de 2021, que contemplan diferentes escenarios de perturbaciones sobre las distintas categorías de fondos, siguen apuntando a que el mercado de fondos de inversión es, en general, resistente a los escenarios planteados. En el escenario simulado más extremo, que es hasta 19 veces más importante que el registrado en la peor semana de marzo de 2020, se identifican un total de 16 fondos que podrían experimentar problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos (1,3 % del patrimonio de la muestra). Estos fondos se distribuyen como sigue: 15 fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento (11,37 % del patrimonio de esta categoría) y un fondo de la categoría de fondos globales y de retorno absoluto (1,1 % del patrimonio).

La gestión y el control de la liquidez de las IIC continúa siendo una prioridad para los supervisores de valores.

En esta materia, la CNMV sometió en septiembre de 2021 a consulta pública una guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las IIC, que finalmente fue aprobada en enero de 2022⁴⁷. Esta guía tiene como objeto unificar todos los criterios supervisores relevantes que se han ido transmitiendo en los últimos años, incorporando, además, los resultados de las recientes actuaciones supervisoras llevadas a cabo a escala nacional y europea⁴⁸. Las entidades que se aparten de los criterios establecidos en la guía deberán justificar su actuación. La guía técnica detalla, entre otros aspectos, los análisis que se han de efectuar en

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

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

⁴⁷ CNMV (2022), *Guía Técnica 1/2022 sobre la gestión y control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC)*.

⁴⁸ Destaca la Actuación de Convergencia Supervisora, o *Common Supervisory Action*, realizada por la ESMA durante 2020. Véase ESMA (2021), «ESMA presents the results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on UCITS liquidity risk management», comunicado del 24 de marzo de 2021.

la fase de diseño de cada IIC y las comprobaciones que deben llevarse a cabo para realizar cualquier inversión, los controles necesarios para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez de los activos y del pasivo de cada IIC y las diferentes herramientas para una adecuada gestión de la liquidez de las IIC, entre otros procedimientos. La gestión de la liquidez está generando también una atención creciente en la UE, con la propuesta de modificación a finales de noviembre del año pasado de las directivas AIFMD y de la regulación de UCITS, que incorpora, entre otros asuntos, como novedad a nivel de la UE elementos similares a los que contiene esta guía para España.

Se estima de particular relevancia que las gestoras dispongan de herramientas adecuadas para la gestión de la liquidez. En este sentido, la guía de la CNMV indica que las gestoras de IIC deberán contemplar en sus procedimientos, por una parte, las circunstancias bajo las que serían aplicables las diferentes herramientas establecidas por la normativa (como los plazos de preaviso, endeudamiento temporal, suscripciones/reembolsos parciales y *side-pockets*), asegurándose también su adecuada implementación, y, por otra, la utilización de mecanismos antidilutivos incluidos en los folletos [entre los que cabe destacar la valoración de la cartera a precios de oferta (*bid*) o de demanda (*ask*), y el *swing pricing*] para evitar conflictos de interés entre partícipes que suscriben o reembolsan y los que permanecen. En relación con el mecanismo de *swing pricing*, que fue uno de los más utilizados durante la crisis del COVID-19, la CNMV ha recopilado información sobre las instituciones que tienen posibilidad de ponerlo en práctica y ha identificado cerca de medio millar de instituciones, con activos por importe de casi 122 mm de euros (un tercio del patrimonio total), que habían desarrollado procedimientos internos que les permiten su uso.

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones

El año 2021 ha mostrado la solidez del sector asegurador, en un entorno de vuelta a la normalidad, pero aún sujeto a niveles elevados de incertidumbre, al tiempo que los fondos de pensiones han alcanzado un nuevo récord histórico de patrimonio. Los datos del año pasado muestran un sector asegurador resiliente, con capacidad de adaptación y recursos financieros suficientes para afrontar escenarios extremos. El sector asegurador no necesitó ayudas públicas para afrontar las consecuencias de la crisis sanitaria, pero sí se benefició de las proporcionadas a otros sectores y a las familias, lo que contribuyó al mantenimiento de la actividad aseguradora. Por su parte, el plan de recuperación económica, destacado más adelante, ha sido una gran oportunidad para el sector asegurador y de pensiones. La vuelta a la normalidad tiene para el sector asegurador matices sustancialmente diferentes respecto a otros sectores en los que el retorno se inicia desde un deterioro de resultados causados por la pandemia. Sin embargo, en el sector asegurador el retorno se produce desde unos niveles de rentabilidad elevados, motivados por el impacto de la crisis pandémica, en el resultado técnico

de ramos con importante efecto sectorial, como los del seguro de automóviles y la asistencia sanitaria. Por su parte, la favorable evolución de los fondos de pensiones en 2021 fue atribuible fundamentalmente a las revalorizaciones de carteras por efecto del buen comportamiento del mercado.

Evolución de las principales magnitudes

El marco regulatorio europeo de Solvencia II ha permitido garantizar la resistencia de las aseguradoras frente a la crisis en cuanto a los riesgos técnicos, financieros y operativos. No obstante, resulta necesario un fortalecimiento de la gestión de riesgos emergentes materiales, como los ciberriesgos y los riesgos medioambientales. La ratio de solvencia (véase gráfico A1.6.7 del anejo 1) ha experimentado una ligera mejoría en 2021. Las estrategias de gestión y la disciplina del mercado en la contención y prudencia en la distribución de dividendos han contribuido a reforzar la solvencia. La experiencia de la crisis sanitaria ha permitido extraer lecciones en materia de gestión del capital en contextos económicos complejos. En este sentido, es destacable la propuesta de reforma de la Directiva de Solvencia II por parte de la Comisión Europea⁴⁹, que refuerza la perspectiva macroprudencial y proporciona herramientas para la evaluación y el control del riesgo sistémico. Dentro de estas, se incluye la posibilidad de restringir la distribución de dividendos con el objetivo de preservar la estabilidad financiera y la solvencia, y de lograr una protección adecuada de los derechos de los tomadores de seguros⁵⁰.

El volumen de negocio, medido a través de la variación de primas, registró en 2021 un decrecimiento respecto al nivel previo a la pandemia, a pesar de la recuperación del volumen de actividad de 2021. Esta evolución ha sido, no obstante, dispar en los ramos de vida y no vida. La caída en los dos años del volumen de primas en el conjunto del sector ha venido determinada por el importante decrecimiento experimentado en 2020 en el negocio de seguros de vida-ahorro como consecuencia de los efectos prolongados del escenario de tipos de interés bajos, combinado con los efectos de la pandemia. A pesar de lo anterior, en 2021 el volumen de actividad aumentó un 3,1 %, con una recuperación del negocio de vida (crecimiento del 2,3 %) motivada fundamentalmente por la evolución positiva de los seguros de *unit-linked* (productos de inversión basados en seguros en los que el tomador asume el riesgo de la inversión) y de los seguros de vida-riesgo, en los que centra su estrategia de negocio actualmente el sector asegurador. Por su parte, los ramos de seguros generales (seguros distintos del seguro de vida) consolidaron su capacidad de crecimiento con un incremento en la facturación de 2021 del 3,6 %, ya demostrada anteriormente, cuando en 2020 —año de inicio de la pandemia— habían aumentado su volumen de negocio en torno al 0,7 %.

⁴⁹ Véase la [Propuesta de modificación de la Directiva de Solvencia II](#), adoptada por la Comisión Europea el 21 de septiembre de 2021.

⁵⁰ Para más detalles sobre los elementos macroprudenciales considerados en la revisión de Solvencia II, véase el documento de la JERS «[Letter to Members of the European Parliament on the Solvency II Review](#)», del 2 de febrero de 2022.

La rentabilidad del sector asegurador se ha mantenido en niveles cercanos a la situación previa a la pandemia. El margen de resultados sobre primas decreció en 2021 (véase gráfico A1.6 del anejo 1) frente al año previo, pero se situó en niveles superiores a los de 2019 (anteriores a la pandemia). Los resultados del año 2020 estuvieron marcados por una excepcionalmente reducida y atípica siniestralidad en los principales ramos de seguros generales, especialmente automóviles y salud, derivada de las restricciones a la movilidad y los efectos del confinamiento. No obstante, en el ejercicio 2021 se observa un ligero retorno a las tasas de siniestralidad de 2019 como consecuencia de la vuelta a la normalidad, que se mantuvieron aun así en un nivel inferior. Los hechos determinantes en la evolución de la siniestralidad de los seguros generales fueron la desaparición de las limitaciones a la movilidad, el traslado de siniestralidad no realizada en 2020 a 2021, la recuperación de la actividad general asistencial en ramos como el de salud, así como el impacto de fenómenos meteorológicos extremos, de los cuales el más singular fue la borrasca Filomena, acontecida en enero de 2021. Estos fenómenos, cuya frecuencia se ha incrementado en los últimos años, ponen de manifiesto la importancia de la concienciación sobre el impacto del riesgo medioambiental. En el ramo de vida se produjo un incremento del resultado técnico financiero, que considera conjuntamente la evolución de las inversiones y la de las provisiones, sobre el volumen de estas últimas, de un 0,2% respecto al ejercicio anterior. Este resultado se deriva de una evolución de los mercados en 2021 que fue positiva en términos de rentabilidad.

En un entorno macroeconómico marcado por la elevada incertidumbre, la gestión adecuada de los efectos inflacionarios constituye un reto. En este sentido, los ramos de seguros generales están más expuestos, debido a los impactos potenciales en la siniestralidad por su cobertura en términos reales. Así, la inflación introduce una tensión adicional, especialmente en los ramos con fuerte competencia y apretados márgenes. El impacto definitivo dependerá de la capacidad negociadora de las compañías y de la existencia de acuerdos ya cerrados con los proveedores de servicios. En el caso de los seguros de vida, la inflación no parece ser tan relevante, debido a la cobertura de la siniestralidad en términos nominales. No obstante, el entorno de bajos tipos de interés continúa ejerciendo presiones importantes sobre el negocio de vida y planes de pensiones. Todo ello sin perjuicio de que la cristalización de un escenario de subida de tipos tendría efectos favorables en el sector vida. La mayor aversión al riesgo por parte de los agentes económicos como consecuencia de la pandemia supone un estímulo en la demanda de aseguramiento. En este contexto, los efectos del entorno macroeconómico en el poder adquisitivo de los tomadores y, por lo tanto, en el volumen de negocio deben ser vigilados.

Prueba de resistencia del sector asegurador europeo

La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) realizó en 2021 su quinta prueba de resistencia,

basada en un escenario prolongado de COVID-19 y un entorno de tipos de interés «más bajos durante más tiempo»⁵¹. El ejercicio cubre una muestra de 44 participantes de una veintena de países, que representan el 75 % del mercado europeo. En el caso de España, fueron dos los grupos participantes. La prueba de resistencia de 2021 presentó importantes novedades respecto a las anteriores; la más relevante fue la ampliación de su alcance (además de la resistencia en capital, se incorporan los efectos en la liquidez) y de su dimensión, no solo micro-, sino también macroprudencial, a través de la consideración de medidas reactivas con las que abordar potenciales efectos secundarios en el mercado.

La estructura de la prueba de resistencia es doble y tiene por objetivo valorar la posición de los participantes desde las perspectivas del capital y de la liquidez. En relación con el capital, se atiende a los fondos propios y a la ratio de capital, de manera similar al ejercicio de 2018. Por el lado de la liquidez, el ejercicio tiene en cuenta la experiencia obtenida de la valoración de la liquidez en la crisis del COVID-19. La prueba de resistencia consiste en un conjunto de *shocks* de mercado y *shocks* específicos de seguros que identifican el escenario conocido como *double hit* (bajada de tipos de interés libres de riesgo unida a un incremento de los *spreads*), donde de forma simultánea los activos se ven afectados negativamente por la reducción de precios y los pasivos se incrementan debido a la bajada de tipos de interés y potencialmente por las perturbaciones aseguradoras prescritas⁵². Adicionalmente, se preveía la posibilidad de solicitar, a discreción de cada una de las autoridades supervisoras nacionales, el impacto del escenario teniendo en cuenta la modificación de parámetros relevantes en el cálculo de la curva de tipos, en este caso el tipo implícito, a largo plazo. Haciendo uso de esa posibilidad, la DGSFP solicitó a los participantes también este impacto. Este cálculo adicional permite una visión más coherente con el mercado de la estructura de tipos y sus consiguientes efectos en la solvencia.

En general, el sector asegurador europeo mostró una resiliencia adecuada durante la crisis pandémica, a pesar de las fuertes consecuencias económicas de la pandemia. El sector abordó el ejercicio con un fuerte nivel de capitalización, reflejado en una ratio de solvencia del 217,9 % reportado al cierre de 2020. Este nivel fue un amortiguador necesario para que los participantes pudieran absorber adecuadamente el impacto del escenario adverso del *double hit*, que resultó ser una dura prueba para el sector, como se resume a continuación. Ninguno de los participantes reportó una relación de activos sobre pasivos por debajo del 100 %, lo que indica que el sector, aun bajo un escenario severo, demuestra poder cumplir con sus compromisos frente a los asegurados en el caso de que la situación adversa prevista en el ejercicio se materializara.

⁵¹ Véase la sección web de la EIOPA «Insurance stress test 2021».

⁵² Los impactos de los *shocks* se presentan bajo los dos enfoques testados: con acciones que podrían ser adoptadas por parte de las entidades aseguradoras dentro de su gestión en el caso de que se materializara el escenario prescrito y como reacción frente a este, y sin tenerlas en cuenta.

En conjunto, la ratio de solvencia estresada⁵³ disminuye en los casos de no aplicación de acciones de gestión en 92,1 pp (del 217,9 % al 125,7 %). Nueve grupos (el 20,4 % de la muestra) se colocaron por debajo del umbral reglamentario del 100 %. Entre los nueve participantes que reportaron una ratio de solvencia estresada por debajo del 100 % sin acciones de gestión, siete de ellos, contando con estas acciones reactivas, reportaron ratios de solvencia por encima del umbral regulatorio. El componente de liquidez de la prueba de resistencia demostró que el riesgo de liquidez parece una preocupación menos significativa que el de solvencia, dadas las significativas tenencias de activos líquidos del sector.

Las entidades españolas mostraron su fortaleza en términos tanto de liquidez como de capital. Es más, las dos aseguradoras participantes en el ejercicio de la EIOPA mostraron una disminución de sus ratios de solvencia en ambos escenarios, con y sin posibilidades de acciones de gestión, que se situó por debajo de la mediana de la caída del sector europeo en su conjunto.

La prueba de resistencia tiene como objetivos la identificación de las vulnerabilidades de la industria aseguradora europea, la realización de recomendaciones y la solicitud de aplicación de medidas correctoras que contribuyan a mejorar su resiliencia. Tras el análisis de los resultados de las pruebas de resistencia, la EIOPA recomendó una serie de acciones; entre ellas destacan la necesidad de disminuir la dependencia de las medidas transitorias adoptadas en su día para favorecer el tránsito a Solvencia II; la necesidad de revisar los procesos de gestión de riesgos y garantizar su adecuación cuando los resultados muestran un impacto significativo; la necesidad de contar con recursos suficientes para evaluar adecuadamente los riesgos que no son reportados en el ámbito de Solvencia II, así como recomendaciones relacionadas con las acciones reactivas de gestión. Para la DGSFP resulta muy relevante la recomendación referida a la disminución de la dependencia material de las medidas transitorias, que fueron introducidas solo para suavizar la transición del régimen de Solvencia I al de Solvencia II. La reducción de su uso por parte de las entidades mejora la gestión de los riesgos de la actividad, permite el apropiado reflejo de las necesidades de solvencia y contribuye al avance en el cumplimiento de la normativa europea.

El sector asegurador y de pensiones en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia

El sector asegurador y de pensiones tiene un papel relevante que ha de desarrollar en los cuatro ejes vertebradores del Plan de Recuperación,

⁵³ La prueba de resistencia de la EIOPA requiere un recálculo de las exigencias de capital y, en consecuencia, de la ratio de solvencia, teniendo en cuenta los nuevos fondos propios que se tendrían en la situación dada por el escenario adverso (denominada «ratio de solvencia posterior al estrés»).

para lograr una España más verde, más digital, más cohesionada social y territorialmente, y con mayor igualdad entre hombres y mujeres. En el sector asegurador y de fondos de pensiones destaca, en primer lugar, el impacto del componente 30 del Plan, que persigue la sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones en el marco del Pacto de Toledo. Para la consecución del objetivo general de preservar la sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones, se ha propuesto la puesta en marcha de un paquete de seis medidas, complementarias entre sí; la última de ellas es la que afecta al modelo de previsión social complementaria. En este contexto, se establece la necesaria reforma e impulso de los sistemas complementarios de pensiones, de la que deriva la aprobación de un nuevo marco jurídico que impulsará los planes de pensiones de empleo y la promoción pública de fondos de pensiones, lo que permitirá dar cobertura a colectivos de trabajadores sin planes de empleo en sus empresas y a trabajadores autónomos. Por otro lado, el sector de pensiones privadas puede contribuir al reforzamiento de la respuesta de la sociedad y a promover la resiliencia, mediante planes de pensiones que tengan en cuenta las cuestiones de sostenibilidad.

El buen funcionamiento del sistema financiero en general y de seguros en particular será clave para lograr una transición hacia una economía más sostenible a través de una adecuada orientación de la financiación.

Las líneas de acción propuestas —encaminadas a financiar el crecimiento empresarial y la innovación, el refuerzo de la protección de los ciudadanos, la modernización de la supervisión para su alineamiento con las mejores prácticas internacionales y el impulso de la adaptación del sector financiero para luchar contra el cambio climático, la mejora de la competitividad y la reorientación de los flujos de capital hacia una economía más sostenible— tendrán efectos directos en el sector asegurador y de pensiones. El sector asegurador y de pensiones también colabora en la reducción de los grandes riesgos ambientales, sociales y de desigualdad a los que se enfrenta la sociedad, a través del seguro medioambiental, fomentando la resiliencia de empresas, autónomos y familias en situación de vulnerabilidad económica o promocionando programas de educación financiera.

Sostenibilidad en el sector asegurador

Las entidades aseguradoras y reaseguradoras han comenzado el proceso de adaptación de la gestión y del modelo de negocio a las nuevas exigencias en materia de sostenibilidad. Estas exigencias han sido incluidas en la normativa europea como consecuencia de la firma del [Acuerdo de París](#) de 2015. Estas exigencias en el marco del sector financiero responden a dos objetivos esenciales: i) mejorar la contribución de las finanzas al crecimiento sostenible e incluso mediante la financiación de las necesidades de la sociedad a largo plazo, y ii) reforzar la estabilidad financiera mediante la incorporación de los factores ambientales, sociales y de gobernanza en la toma de decisiones.

Cambios estratégicos del sector asegurador:

- *Integración de la sostenibilidad.* Conlleva cambios en las políticas de las entidades para la incorporación de la identificación y evaluación de los riesgos de sostenibilidad en la gestión de los riesgos, cálculo de provisiones técnicas y valoración de las necesidades globales de solvencia que se incluyen en la evaluación interna de los riesgos y de la solvencia (informe ORSA)⁵⁴ y en su política de remuneración.
- *Divulgación de la integración de la sostenibilidad.* Se requiere la divulgación de información sobre la integración de los riesgos de sostenibilidad y sobre el análisis realizado de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad en sus procesos, y el necesario alineamiento de su política de inversión, y, en caso de que comercialicen productos de tipología «sostenible», se establecen requerimientos adicionales de información.
- *Aseguramiento de la existencia de una información corporativa pública suficiente en materia de sostenibilidad.*
- *Consideración de las preferencias de sostenibilidad.* De aplicación en las relaciones con los tomadores de seguros y en la necesaria adaptación de los productos comercializados para dar respuesta a las crecientes demandas en materia de sostenibilidad.

⁵⁴ Own Risk and Solvency Assessment.

RECUADRO 3.A Desarrollos recientes sobre criptoactivos

La capitalización del mercado mundial de los criptoactivos aumentó significativamente¹ en 2021 (véase gráfico 3.A.1). Pasó de rondar los 400 mm de dólares a finales de 2020 a posicionarse en los 2,2 billones de dólares en diciembre de 2021, y llegó a alcanzar un máximo histórico de casi 3 billones de dólares en noviembre de 2021. Este aumento en la capitalización es el resultado de una combinación de dos factores: i) el incremento del número de criptoactivos existentes, y ii) la fuerte revalorización del precio de los criptoactivos sin respaldo, como el *bitcoin*.

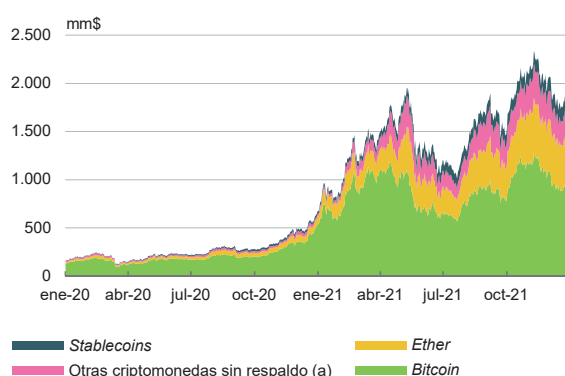
Respecto al aumento del número de criptoactivos existentes, aunque el *bitcoin* sigue siendo el principal criptoactivo, el porcentaje que representa sobre la capitalización total del mercado se redujo del 70 % al 40 % en 2021. En este sentido, se ha observado un aumento considerable del peso de los criptoactivos desarrollados sobre redes *blockchain* que

permiten ejecutar contratos inteligentes, como *ether*, que ha pasado a convertirse en el segundo criptoactivo en términos de cuota de mercado. Las denominadas *stablecoins* también han ganado importancia durante el último año. Su volumen de negociación diario ha llegado a superar con creces al de los criptoactivos sin respaldo y su capitalización de mercado ha aumentado en aproximadamente un 300 % en 2021. Dentro de las *stablecoins*, destacan las que están respaldadas por el dólar, como *tether*. Aunque esta sigue siendo la principal *stablecoin*, su cuota de mercado se ha ido reduciendo después de que algunas de las principales plataformas centralizadas de intercambio hayan introducido sus propias *stablecoins* (principalmente *USD coin* y *binance USD*).

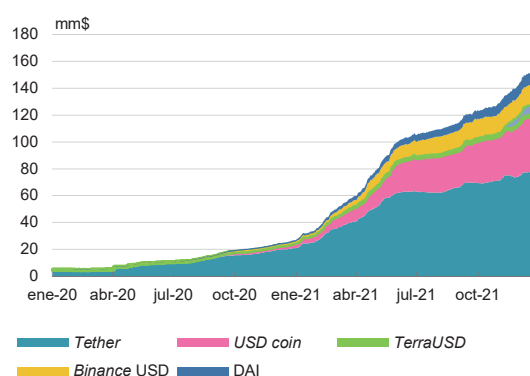
Otro de los fenómenos que ha cobrado especial relevancia durante 2021 ha sido el auge de las finanzas descentralizadas (DeFi en inglés) en el ecosistema de

Gráfico 3.A.1 Capitalización de los criptoactivos en 2020 y 2021

1 Capitalización mundial de mercado de los criptoactivos



2 Capitalización mundial de mercado de las principales *stablecoins*



FUENTE: CoinGecko.

NOTA: CoinGecko, al igual que otros sitios web similares, no constituye una fuente de datos oficial y contrastable.

a «Otras criptomonedas sin respaldo» incluye la capitalización de las diez principales criptomonedas, excluyendo *stablecoins*, *bitcoin* y *ether*.

¹ Debido al fuerte ajuste que ha sufrido el mercado de criptoactivos en el primer semestre de 2022, estas cifras pueden haber cambiado de modo significativo.

RECUADRO 3.A Desarrollos recientes sobre criptoactivos (cont.)

los criptoactivos. Las oportunidades de automatización que ofrecen los contratos inteligentes, junto con la estabilidad potencial de las *stablecoins*, han hecho posible la oferta de servicios financieros con criptoactivos, como préstamos, seguros o gestión de carteras, a través de plataformas descentralizadas. En este sentido, en apenas dos años el valor total de activos bloqueados en contratos DeFi ha pasado de ser prácticamente nulo a superar los 200 mm de dólares a finales de 2021. A pesar de su reciente auge, su cuota de mercado sigue siendo reducida en comparación con las plataformas centralizadas: se situó por debajo del 10 % a finales de 2021.

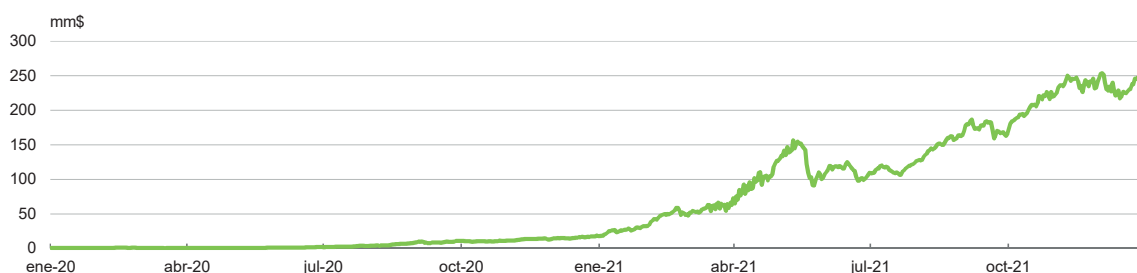
Riesgos ligados al mercado de los criptoactivos y respuesta regulatoria

El aumento de la importancia de los criptoactivos ha llevado a los reguladores de todo el mundo a intensificar la identificación de los riesgos asociados a estos y a plantear una respuesta regulatoria adecuada. En primer lugar, la carencia de valor fundamental que presentan la mayoría de los criptoactivos, especialmente aquellos que no cuentan con una entidad emisora centralizada, supone que su precio no tiene un valor de referencia y que, por lo tanto, esté

sujeto a fuertes episodios de volatilidad. Ello pone de relieve la existencia de un riesgo de mercado y de liquidez que podría llegar a ocasionar la pérdida parcial o total de las inversiones realizadas, especialmente en el caso de aquellos agentes que cuentan con un menor grado de información. En segundo lugar, los criptoactivos muestran cada vez una mayor interrelación con el sistema financiero tradicional. En el caso de las *stablecoins*, las interconexiones se establecen, por un lado, a través de los activos financieros que componen la reserva de garantía del valor de la *stablecoin* y, por otro lado, a través del depósito de dichas reservas en entidades de crédito. Asimismo, se constata que en los últimos años se ha incrementado considerablemente el interés de los inversores institucionales hacia los criptoactivos y la incorporación en sus carteras, especialmente en el caso de los fondos de inversión libre y de los gestores de grandes patrimonios.

Finalmente, es necesario resaltar la existencia de otras fuentes de riesgo muy significativas en el mercado de los criptoactivos, como las siguientes: i) riesgos operacionales derivados de la escasa ciberresiliencia de determinados emisores y proveedores de servicios con criptoactivos; ii) riesgo de realización de actividades delictivas e ilícitas, dada su naturaleza descentralizada y transfronteriza, y iii) riesgo medioambiental, dada la intensidad

Gráfico 3.A.2 Valor total de los activos bloqueados en contratos DeFi



FUENTE: CoinGecko.

RECUADRO 3.A Desarrollos recientes sobre criptoactivos (cont.)

energética que presentan algunos protocolos de minado de criptoactivos².

La regulación europea y nacional está avanzando para mitigar los riesgos ocasionados por los criptoactivos. A escala de la UE, la aplicación del futuro Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA, por sus siglas en inglés) permitirá introducir dentro del perímetro regulatorio y supervisor a los emisores de criptoactivos y a los proveedores de servicios con criptoactivos. Las obligaciones de medios y de resultados que introducirá el Reglamento permitirán aumentar la transparencia en el mercado de criptoactivos, evitar los abusos de mercado, garantizar la estabilidad de los esquemas de *stablecoins*, introducir un marco prudencial para los proveedores de servicios y, en definitiva, conjugar la innovación financiera con el respeto de la estabilidad financiera, la soberanía monetaria y la protección del inversor.

A escala nacional, la nueva competencia de la CNMV para controlar la publicidad y las campañas de *marketing* de criptoactivos sitúa a España a la vanguardia de la respuesta regulatoria mundial ante los abusos informativos en materia de criptoactivos y permitirá asegurar un nivel de entendimiento adecuado a los inversores en criptoactivos. Por su parte, el registro obligatorio en el Banco de España de todos los intermediarios que provean servicios de custodia o de intercambio de

criptoactivos por monedas de curso legal está permitiendo una mayor visibilidad sobre estos agentes en relación con el cumplimiento de los requisitos de prevención del blanqueo de capitales.

Adicionalmente, existen otras propuestas legislativas a escala europea que también van dirigidas a dar respuesta a las fuentes de riesgo adicionales identificadas. Por un lado, el Reglamento europeo de Resiliencia Operativa Digital (conocido como DORA, por sus siglas en inglés), al introducir obligaciones de prevención, reacción a ciberincidentes y contratación de proveedores de servicios informáticos, permitirá mitigar los riesgos de ciberresiliencia de los emisores y proveedores de servicios de criptoactivos, que caen dentro de su ámbito de aplicación. Por otro lado, el nuevo paquete de legislación en materia de prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo tiene como uno de sus objetivos evitar que los criptoactivos sean utilizados con fines ilícitos. Para ello, incluirá a todos los proveedores de servicios con criptoactivos dentro de la lista de entidades obligadas en materia de prevención (hasta ahora lo son únicamente las plataformas de intercambio de criptoactivos por moneda de curso legal y los servicios de custodia), prohibirá la existencia de carteras de criptoactivos anónimas y obligará a que toda transacción con criptoactivos que incluya a un proveedor de servicios deba ser completamente identificable.

² Como el algoritmo *proof-of-work*.

4 Interconexiones en el sistema financiero

Las entidades que componen el sistema financiero están interrelacionadas a través de una serie de canales que permiten la diversificación y especialización de las entidades financieras, pero que también pueden transmitir las perturbaciones sistémicas. Uno de estos canales es el de las interrelaciones financieras directas entre las entidades, a través de tenencias de activos financieros emitidos por otras entidades financieras. Las interrelaciones indirectas suponen otro posible canal de transmisión de riesgos, a través tanto de las tenencias de activos financieros emitidos por los mismos emisores como de exposiciones no comunes a activos cuyos precios estén correlacionados. Adicionalmente, el propio modelo de negocio de las entidades financieras genera sinergias que interrelacionan sus actividades, respecto a los beneficios que generan y a los riesgos a los que están sometidas las entidades⁵⁵. Asimismo, los ciberriesgos son una fuente adicional de interconexiones, tanto por el riesgo de producirse ataques coordinados sobre distintas entidades financieras como por la posibilidad de que interrupciones sobre algunas entidades financieras afecten a otras partes del sistema⁵⁶.

La estructura de interconexiones directas del sistema financiero residente en España se mantuvo relativamente estable en 2021 respecto al año anterior. El sector bancario es el más relevante en términos de tamaño⁵⁷, así como uno de los más interconectados (véase figura 4.1). Con datos hasta el cierre de 2021, los vínculos directos más relevantes consistían en las exposiciones de aseguradoras e IIC a las entidades bancarias sistémicas⁵⁸. Adicionalmente, respecto al resto de las exposiciones directas, cabe destacar que las IIC mantenían exposiciones relevantes a las entidades significativas no sistémicas y al resto de las entidades menos significativas.

Tras el repunte experimentado en 2020, en 2021 se produjeron descensos generalizados de las correlaciones entre activos financieros, aunque los activos de los sectores más vulnerables al COVID-19 continuaron mostrando correlaciones mayores que las previas a la pandemia. La correlación entre

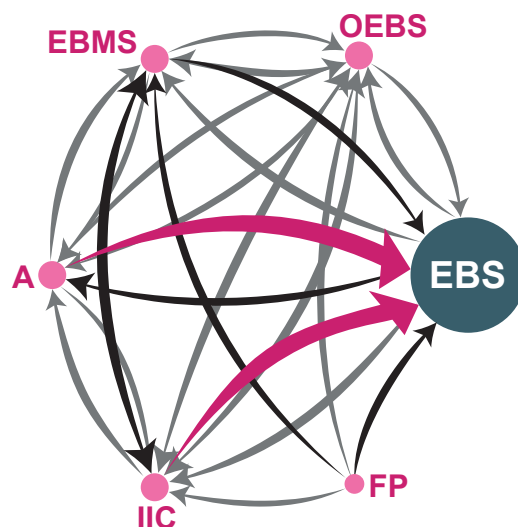
⁵⁵ Por ejemplo, el negocio bancario de concesión de préstamos hipotecarios está fuertemente vinculado a la actividad de seguros de vida, por lo que cualquier perturbación que afecte a una de estas actividades afectará simultáneamente a la otra.

⁵⁶ A este respecto, el Banco de España aprobó en marzo de 2021 la adopción del marco de pruebas avanzadas de ciberseguridad publicado por el BCE (TIBER-EU) para el sector financiero español (TIBER-ES), en estrecha colaboración con la CNMV y la DGSFP. Se trata de un marco de pruebas avanzadas de ciberseguridad para entidades financieras con el objetivo último de fortalecer la ciberresiliencia del conjunto del sistema financiero.

⁵⁷ En España, el total de los activos financieros del sistema financiero privado residente ascendió a más de 4 billones de euros en diciembre de 2021, del que más del 65 % corresponde al sector bancario.

⁵⁸ La descomposición para el sector bancario consta de tres categorías: i) «entidades sistémicas», que son aquellas identificadas por el Banco de España como EISM o como OEIS; ii) entidades no sistémicas, pero significativas desde el punto de vista del Mecanismo Único de Supervisión, y iii) entidades menos significativas. Para más detalles, véase el capítulo 4 del *Informe Anual 2020* de la AMCESFI.

Figura 4.1 Interconexiones directas del sistema financiero español. Diciembre de 2021



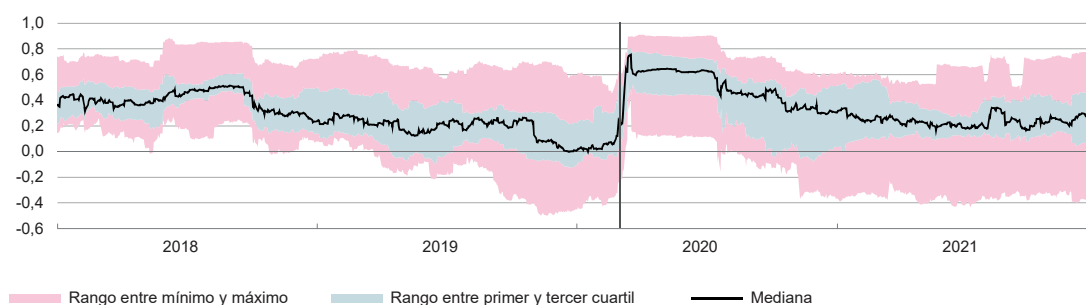
FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Las siglas de los sectores se refieren a entidades bancarias sistémicas (EBS), otras entidades bancarias significativas (OEBS), entidades bancarias menos significativas (EBMS), 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 volumen del activo financiero total de cada sector o subsector, y el color de las flechas denota el tamaño de la exposición directa: en gris, exposiciones inferiores a 5 mm de euros; en negro, exposiciones entre 5 mm y 15 mm de euros, y en rosa, exposiciones superiores a 15 mm de euros.

los precios de los diferentes activos de renta fija y variable provenientes de emisores españoles proporciona una primera estimación de la evolución de las interconexiones indirectas entre entidades financieras. Este indicador experimentó un descenso continuado en 2021, en línea con la recuperación de la actividad económica y la estabilización de los mercados financieros (véase gráfico 4.1.1). Esta tendencia descendente se interrumpió en el último trimestre de 2021, cuando surgieron las primeras tensiones en los mercados energéticos e irrumpió la variante ómicron del COVID-19. La descomposición de los activos financieros por el sector económico del emisor permite analizar efectos diferenciales sobre los sectores más vulnerables al COVID-19⁵⁹. Este análisis muestra una evolución muy similar en las correlaciones entre los activos del sector financiero y los de todos los sectores no financieros, aunque la correlación con los sectores más vulnerables se mantuvo en niveles superiores durante la primera mitad de 2021 (véase gráfico 4.1.2). En la segunda mitad de 2021, ambos tipos de correlaciones mostraron niveles muy similares. Esta menor correlación entre los activos del sector financiero y los de los sectores vulnerables muestra que las tensiones generadas por el COVID-19 han tendido a reducirse en 2021. No obstante, la correlación con los activos de sectores vulnerables continúa en niveles muy superiores a los observados con anterioridad a 2020, lo cual evidencia que no se ha producido aún un retorno a la situación prepandémica.

59 Los sectores económicos identificados como los más vulnerables a la pandemia son los siguientes: i) hostelería; ii) actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento, y iii) transporte y almacenamiento. Véase el *Informe Anual 2020* de la AMCESFI para más información.

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)



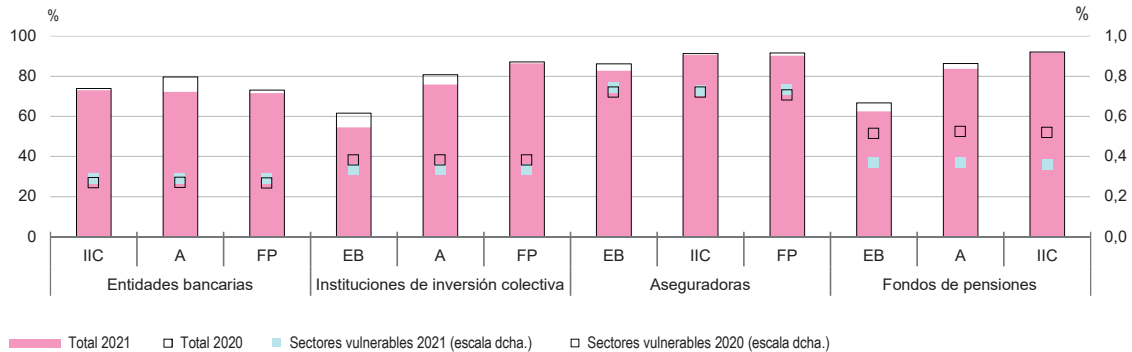
FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- 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 debidas a la crisis sanitaria.
- b** Los indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero recoge 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 financieros. Dentro de los valores de los sectores no financieros se han considerado a su vez dos grupos: los sectores más vulnerables a la pandemia de COVID-19 y el resto de los sectores no financieros no incluidos en el grupo de más vulnerables. La línea vertical indica el comienzo de las turbulencias en los mercados, debido a la crisis sanitaria, en el mes de marzo.

Las interconexiones indirectas por tenencias comunes de activos financieros permanecieron elevadas, lo que se debió 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 por más de un sector y el peso que representan las tenencias comunes en las carteras de cada sector. El sector bancario es el que mantiene el mayor volumen de tenencias comunes totales con el resto de los sectores, ya 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)⁶⁰. Las tenencias de deuda pública, especialmente aquella emitida por entes públicos nacionales, explican una parte importante de

⁶⁰ En diciembre de 2021, la cartera del sector bancario valorada a precios de mercado era de aproximadamente 640 mm de euros, mientras que las carteras de los sectores financieros no bancarios eran de mucho menor tamaño: 271 mm de euros, la de las compañías de seguros; 306 mm de euros, la de fondos de inversión, y 128 mm de euros, la de fondos de pensiones.

Gráfico 4.2 Peso de las tenencias comunes de valores negociables en la cartera total de valores negociables. Diciembre de 2021



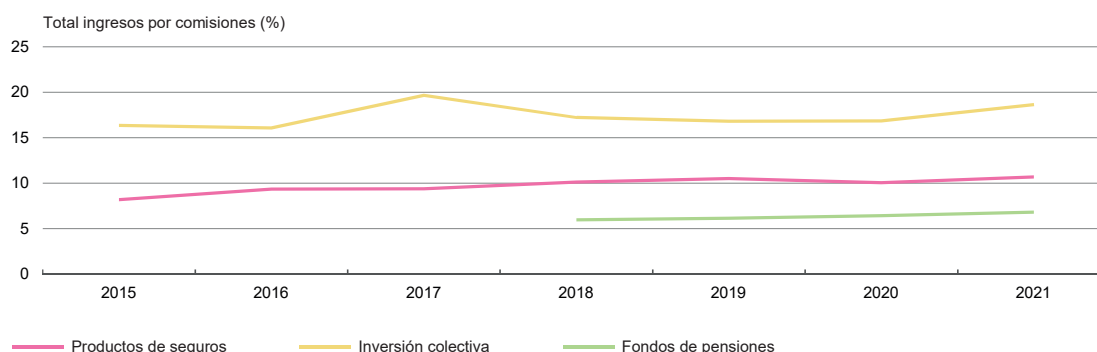
FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

NOTA: Las siglas EB, A, IIC y FP se refieren a entidades bancarias, aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, respectivamente. 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 IIC representan alrededor del 73 % de la cartera de los bancos y el 55% de la cartera de las IIC. Se tiene en cuenta el valor de mercado de las tenencias.

estas tenencias comunes. En el caso de los bancos, alrededor del 45% 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 60%. En las IIC y los fondos de pensiones, entre un 16% y un 35% de las tenencias comunes con el resto de los sectores financieros son también títulos de deuda pública. Los descensos observados, sobre todo para las IIC y los fondos de pensiones, se deben en mayor medida al aumento del denominador (cartera total de tenencias de activos) que a descensos en el numerador (tenencias comunes). En particular, el valor de mercado de las carteras del sector bancario y asegurador disminuyó ligeramente (alrededor de un 3% en el caso de los bancos y un 2% en el de las aseguradoras), mientras que las carteras de las IIC y fondos de pensiones experimentaron incrementos notables (alrededor de un 16% en el caso de las IIC y un 7% en el de los fondos de pensiones). Las tenencias comunes de títulos emitidos por empresas clasificadas en sectores vulnerables son relativamente reducidas para todos los sectores financieros. El peso de dichas tenencias registró pequeñas variaciones respecto a su nivel de 2020, pero en 2021 continuó siendo inferior al 1% de la cartera de valores negociables en todos los sectores.

Los ingresos por comisiones del sector bancario han aumentado en los últimos años, así como también la proporción asociada a la comercialización de productos de seguros y de inversión colectiva. Como se señalaba anteriormente, la vinculación entre los sectores financieros se materializa también a través del modelo de negocio. Los ingresos por comisiones vinculadas al negocio en España del sector bancario se incrementaron entre diciembre de 2015 y diciembre de 2021 alrededor de un 25%, y se situaron cerca de los 16.900 millones de euros al cierre de 2021. Entre los factores subyacentes a este aumento están las comisiones por comercialización de productos de seguros e inversión colectiva, las cuales han aumentado su peso en el total de los ingresos por comisiones. En concreto, estas

Gráfico 4.3 Evolución de los ingresos por comisiones vinculadas a productos de seguros e inversión colectiva comercializados por el sector bancario



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

NOTA: Para las comisiones relativas a la comercialización de fondos de pensiones no se dispone de datos anteriores a 2018.

han pasado de alrededor del 16 % y el 8 %, respectivamente, en 2015 a cerca de un 19 % y un 11 %, respectivamente, a finales de 2021 (véase gráfico 4.3).

La inversión en derivados permite una mejor gestión de riesgos dentro del sistema financiero, pero supone también una fuente adicional de interconexión entre las entidades que lo componen. Las permutas de flujos (o *swaps* en inglés) son un elemento clave dentro de la gestión conjunta de activos y pasivos llevada a cabo por las entidades aseguradoras de vida⁶¹, pero supone también una importante exposición al riesgo de contraparte de entidades bancarias. El valor de mercado de estas exposiciones no es significativo en relación con el activo de las entidades aseguradoras, pero su relevancia proviene de la importancia que tienen en la gestión de las carteras de vida a largo plazo y del incremento de las provisiones técnicas que derivaría de la existencia de descasamientos. Por otra parte, las interconexiones a través de derivados con las IIC son muy reducidas, debido a que las IIC tienen limitado este tipo de operativa por la regulación a la que están sujetas⁶². Así, al final del ejercicio 2021 el riesgo de contraparte de las IIC con las entidades de crédito equivalía al 0,1 % del total del patrimonio invertido. Se trata de una cifra equivalente al riesgo de contraparte de las entidades de crédito con las IIC.

⁶¹ Las entidades aseguradoras utilizan estas operaciones de permuta para intercambiar los flujos de una cartera de bonos por unos flujos fijos, que se corresponden con los flujos probables de un conjunto de pasivos en el momento de contratación del derivado, con el objetivo de replicar los flujos de caja esperados de las obligaciones de seguro con los de la cartera de activos de la entidad.

⁶² Véase Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

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

La JERS emite regularmente recomendaciones orientadas a prevenir o mitigar riesgos y vulnerabilidades sistémicos, las cuales tienen a la AMCESFI o a sus instituciones miembros como autoridades destinatarias. La JERS —que reúne a bancos centrales y autoridades con responsabilidad de regulación y supervisión de banca, valores y seguros de toda la UE— dirige recomendaciones a autoridades macroprudenciales nacionales (AMCESFI en el caso español), autoridades de supervisión, resolución, designadas o a los propios Gobiernos de los Estados miembros [Banco de España, CNMV, DGSFP, Autoridad de Resolución Ejecutiva (FROB) y Gobierno], así como a autoridades europeas, como la Comisión Europea, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), la ESMA, la EIOPA, la Supervisión Bancaria del BCE y la Junta Única de Resolución. El cuadro 5.1 repasa las recomendaciones emitidas por la JERS durante 2021.

En 2021, la JERS emitió tres recomendaciones relevantes para el Banco de España sobre reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial implantadas en Francia, Luxemburgo y Noruega. Estas recomendaciones, que modifican la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial, pretenden asegurar que las medidas activadas en un Estado miembro se aplican recíprocamente en los demás Estados miembros, garantizando así la eficacia y coherencia de las medidas nacionales de política macroprudencial. Luxemburgo (*JERS/2021/2*) implementó una medida consistente en límites a las ratios préstamo-valor (LTV) para los nuevos préstamos hipotecarios sobre bienes inmuebles residenciales situados en ese país. Por su parte, Noruega (*JERS/2021/3*) ha introducido: i) un porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos para las exposiciones en ese país, y ii) para el cálculo de los requerimientos de capital de las entidades de crédito con modelos avanzados, suelos para las ponderaciones medias del riesgo aplicable a las exposiciones inmobiliarias residenciales y comerciales en ese país. Francia (*JERS/2021/6*) endureció el límite a las grandes exposiciones de las entidades de importancia sistémica frente a grandes SNF altamente endeudadas con domicilio social en ese país al 5 % de su capital de nivel 1. Basándose en los umbrales de importancia relativa fijados en cada una de las recomendaciones, y teniendo en cuenta la reducida materialidad de las exposiciones del sistema bancario español con cada uno de estos países, el Banco de España decidió no aplicar medidas recíprocas en ninguno de estos casos⁶³.

⁶³ Véase el apartado sobre reciprocidad de medidas macroprudenciales en la UE del sitio web del Banco de España.

Cuadro 5.1 Recomendaciones de la JERS en 2021

Recomendación de la JERS	AMCESFI	Banco de España	CNMV	DGSFP	FROB	Gobierno	Comisión Europea	BCE	EBA	ESMA	EIOPA
Recomendación JERS/2021/17, de 2 de diciembre de 2021, relativa al marco paneuropeo coordinado de ciberincidentes sistémicos para autoridades relevantes											
Recomendación JERS/2021/9, de 2 de diciembre de 2021, sobre la reforma de los fondos del mercado monetario											
Recomendación JERS/2021/2, de 24 de marzo de 2021, 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 — Luxemburgo											
Recomendación JERS/2021/3, de 30 de abril de 2021, 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 — Noruega											
Recomendación JERS/2021/6, de 26 de julio de 2021, 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 — Francia											

FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación.

Por otra parte, la JERS publicó además una recomendación sobre el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de autoridades ante ciberincidentes sistémicos⁶⁴. La pandemia puso de manifiesto el papel clave que desempeña la tecnología en el funcionamiento del sistema financiero. La posibilidad de un ciberincidente de gran alcance puede considerarse un riesgo sistémico para el sistema financiero, dado su potencial para interrumpir operaciones y servicios financieros críticos, y, por lo tanto, resulta necesario que las autoridades financieras estén preparadas y coordinadas ante su eventual realización. La Recomendación JERS/2021/17 propone un marco que tiene como objetivo reforzar la coordinación entre las autoridades dentro de la UE y también con otros interlocutores a escala internacional. La recomendación incluye entre sus destinatarios a los Gobiernos de los Estados miembros, que deberán designar —de entre sus autoridades nacionales pertinentes y antes del 30 de junio de 2023— un punto de contacto principal que ha de comunicarse a la EBA, la EIOPA y la ESMA.

⁶⁴ Véase la nota de prensa «La JERS recomienda establecer un marco de coordinación ante ciberincidentes sistémicos», del 27 de enero de 2022.

La JERS emitió también una recomendación sobre la reforma de los fondos del mercado monetario (FMM)⁶⁵. La Recomendación JERS/2021/9 se enmarca en los trabajos preparativos para la revisión por parte de la Comisión Europea del Reglamento europeo de FMM en 2022. La crisis provocada por el COVID-19 puso de relieve ciertas vulnerabilidades sistémicas persistentes en relación con segmentos de deuda privada de los FMM. Entre otras propuestas, la JERS recomienda introducir nuevos requerimientos de tenencias de activos de deuda pública y mejorar los marcos de pruebas de resistencia.

La JERS decidió en 2021 no prolongar la vigencia de su recomendación sobre límites a las distribuciones de capital en el sistema financiero por la pandemia. La mejora de las perspectivas económicas —en septiembre de 2021— y los favorables resultados de las pruebas de resistencia realizadas ese año para el sector bancario por la EBA y la Supervisión Bancaria del BCE llevaron a la Junta General de la JERS⁶⁶ a dejar expirar a partir del 1 de octubre de 2021 la Recomendación JERS/2020/7⁶⁷ sobre reparto de dividendos y remuneración variable en diversos sectores del sistema financiero de la UE. La JERS reafirmó, no obstante, la necesidad de que las entidades financieras en la UE siguiesen siendo prudentes en la toma de decisiones sobre distribuciones de capital.

Por último, cabe destacar que la JERS realiza evaluaciones periódicas del cumplimiento de sus recomendaciones por parte de las autoridades destinatarias. Las recomendaciones emitidas por la JERS no son vinculantes, pero su cumplimiento está sujeto a un principio general de «cumplir o explicar». La JERS realiza ejercicios periódicos de evaluación para determinar el grado de cumplimiento de las autoridades con las recomendaciones. El anejo 2 repasa las recomendaciones de la JERS dirigidas al conjunto de los Estados miembros desde 2011, con indicación de las autoridades españolas destinatarias, así como el grado de cumplimiento en caso de estar disponible el informe de evaluación realizado por la JERS.

⁶⁵ Véase la nota de prensa «ESRB recommends increasing the resilience of money market funds», del 25 de enero de 2022.

⁶⁶ Véase la nota de prensa de la JERS «La Junta General de la Junta Europea de Riesgo Sistémico celebró su 43ª reunión ordinaria el 23 de septiembre de 2021», del 24 de septiembre de 2021.

⁶⁷ Enmendada posteriormente por la Recomendación JERS/2020/15.

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos

Gráfico A1.1

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 A1.2

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 A1.3

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 A1.4

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 A1.5

Riesgo de liquidez y financiación

- 1 Diferencial entre el *libor* y el OIS a tres meses
- 2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema
- 3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas
- 4 Emisiones de renta fija
- 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 A1.6

Riesgo de solvencia y rentabilidad Bancos. Datos consolidados

- 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

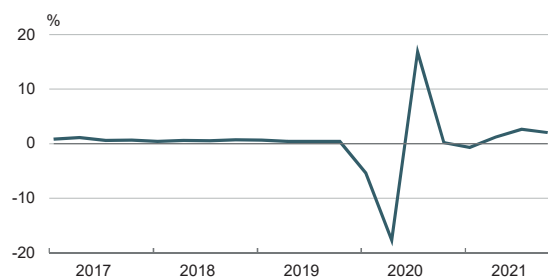
Gráfico A1.7

Riesgos estructurales e interconexiones

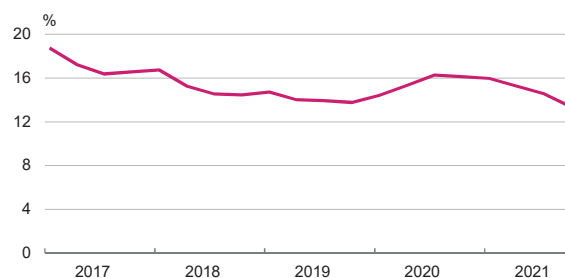
- 1 Evolución de activos del sector financiero
- 2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros
- 3 Fondos de inversión
- 4 Evolución de activos de las aseguradoras y fondos de pensiones
- 5 Pasivos del sector bancario, por sectores
- 6 Evolución del indicador de riesgo sistémico

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico

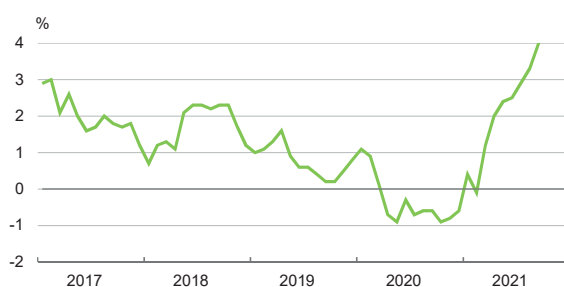
1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes (a)



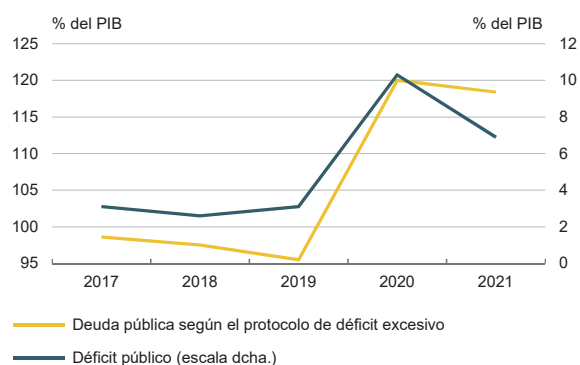
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos



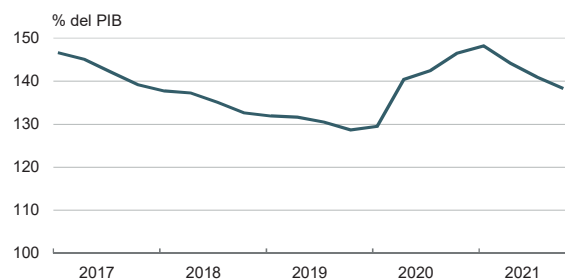
FUENTE: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

a Tasa de variación trimestral.

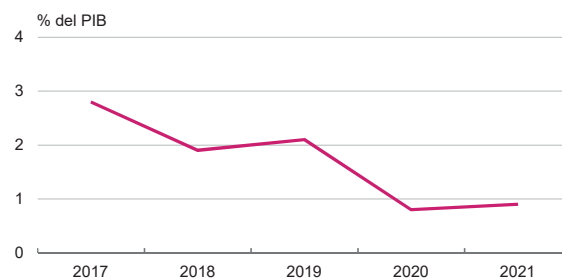
b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico (cont.)

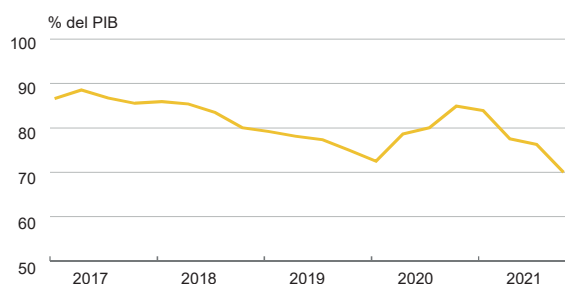
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



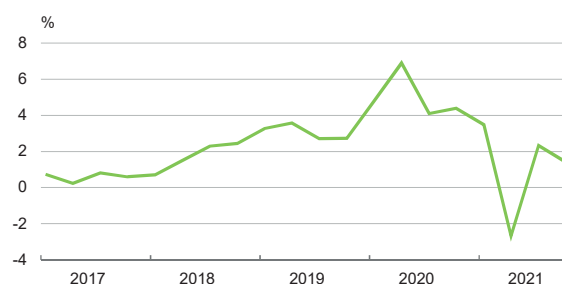
6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (b)



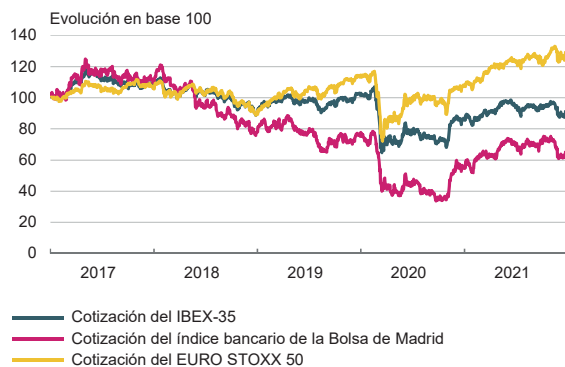
FUENTE: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

a SNF y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.2 Riesgo de mercado

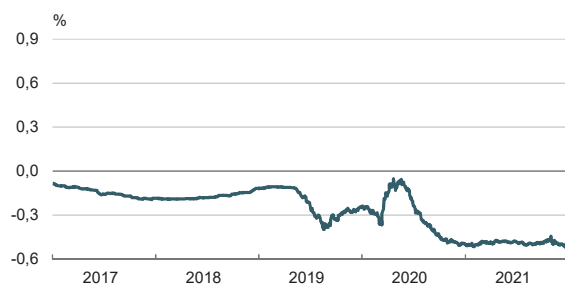
1 Mercados de renta variable



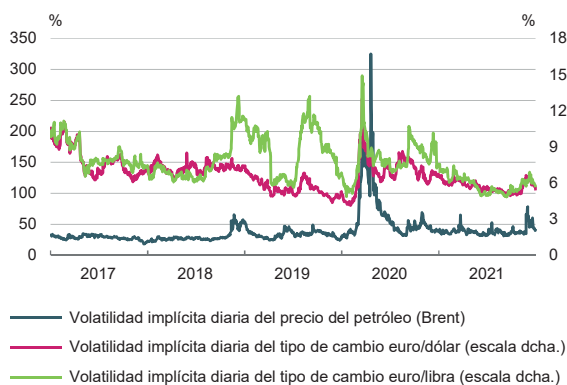
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



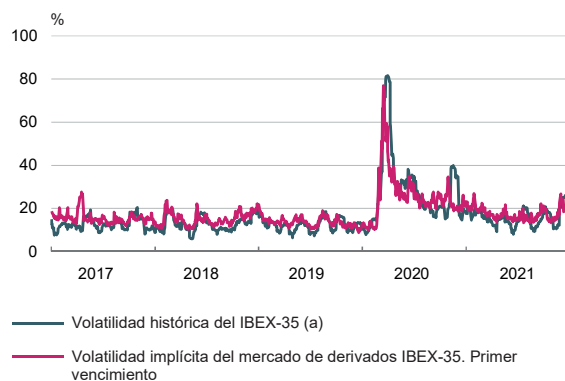
3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



5 Volatilidad del IBEX-35

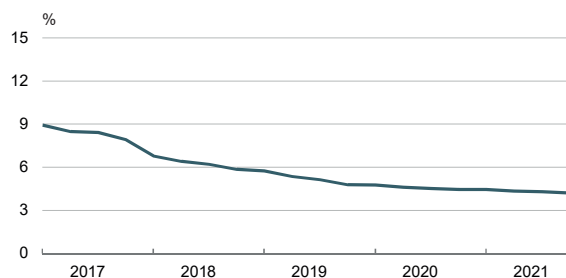


FUENTE: Datastream.

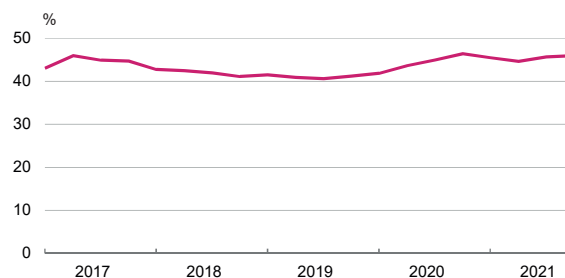
a El indicador de volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del IBEX-35 de 21 días.

Gráfico A1.3 Riesgo de crédito

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



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



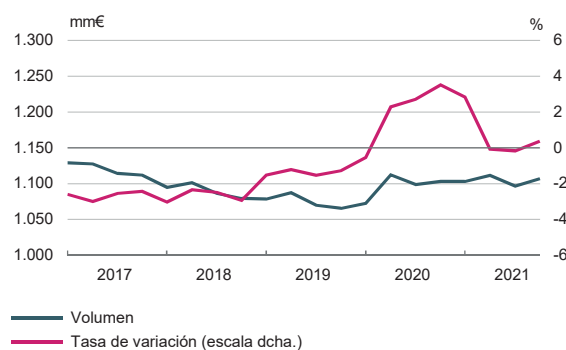
3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años



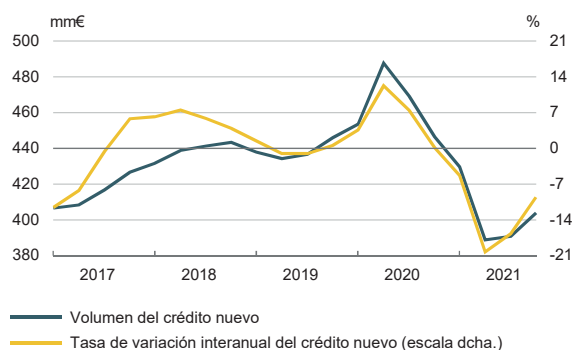
4 Indicadores de *credit default swap* (b)



5 Saldo de crédito al sector privado residente (c)



6 Crédito nuevo al sector privado residente (c) (d)



FUENTE: Banco de España.

a Datos individuales, negocios en España.

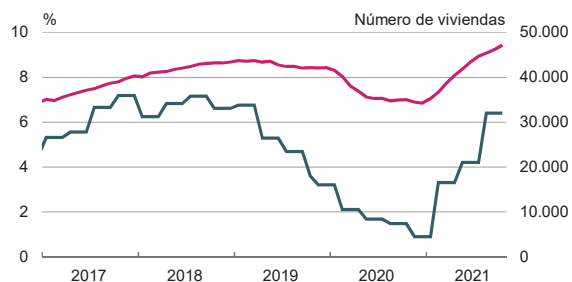
b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX-35.

c Hogares y SNF.

d Flujo acumulado en 12 meses.

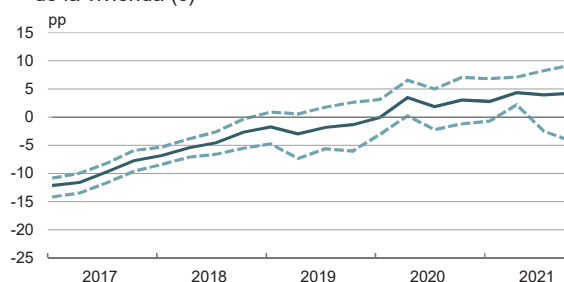
Gráfico A1.4 Riesgo inmobiliario

1 Evolución del mercado inmobiliario

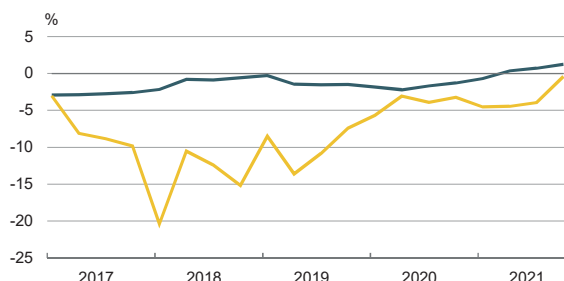


— Índice de los precios de vivienda del INE (a)
— Compraventas de vivienda del INE (b) (escala dcha.)

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

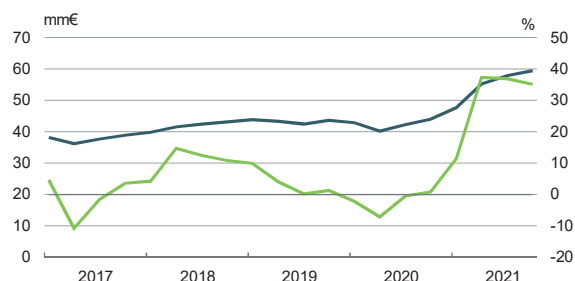


3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción (d)



— Saldo de crédito a hogares destinado a la compra de vivienda
— Saldo de crédito destinado a construcción, promoción y actividades inmobiliarias

4 Nuevo crédito destinado a vivienda (e)



— Volumen del crédito nuevo destinado a la compra de vivienda
— Tasa de variación interanual del crédito nuevo destinado a la compra de vivienda (escala dcha.)

FUENTE: Banco de España.

a Tasa de variación anual.

b Media móvil de 12 meses.

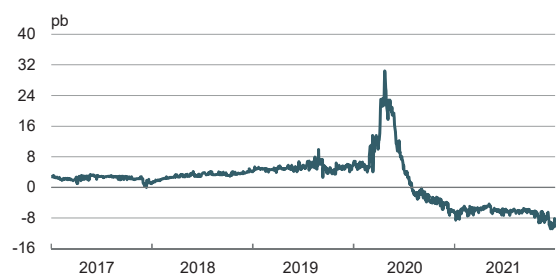
c La línea continua y las líneas discontinuas representan, respectivamente, los valores promedio, mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias a largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia a 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 a 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 a largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio a 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.

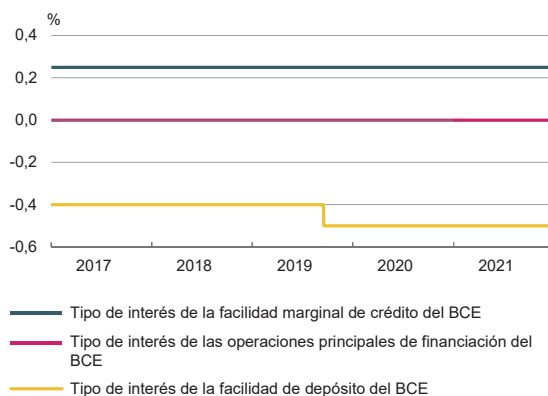
e Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A1.5 Riesgo de liquidez y financiación

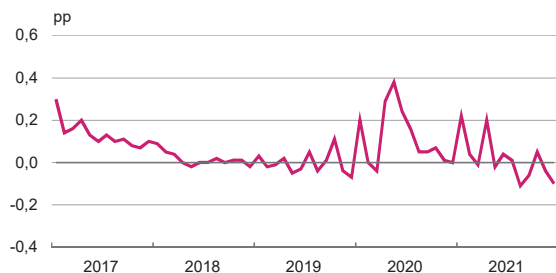
1 Diferencial entre el libor y el OIS a tres meses



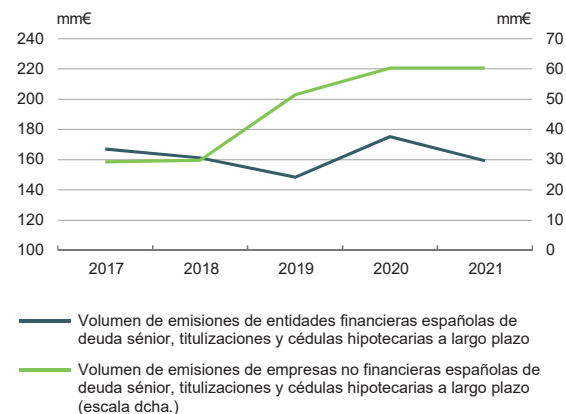
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



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



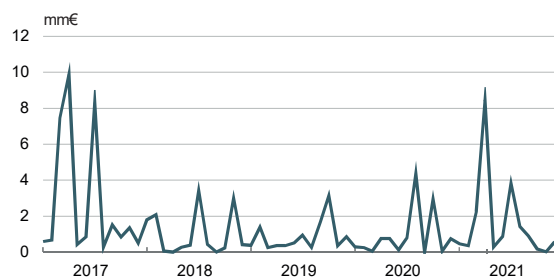
4 Emisiones de renta fija



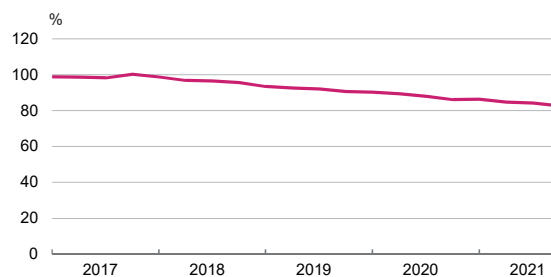
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Gráfico A1.5 Riesgo de liquidez y financiación (cont.)

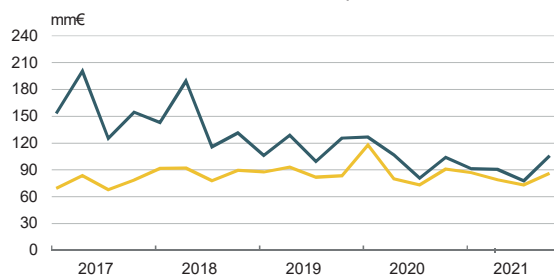
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes (a)

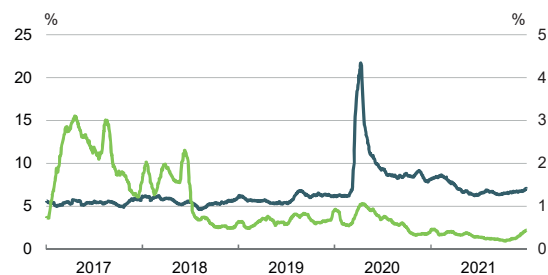


7 Contratación de renta variable española



— Renta variable española admitida en la bolsa española
— Renta variable española admitida en los mercados exteriores (Chi-X, Turquoise, BATS y otros)

8 Diferenciales *bid-ask*



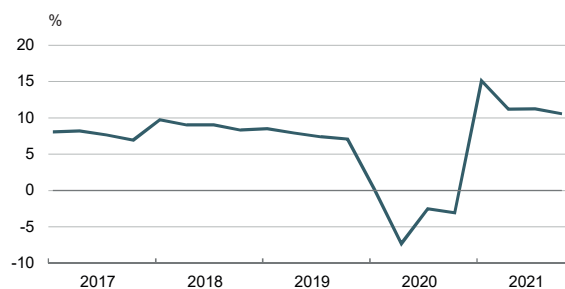
— Diferencial *bid-ask* del IBEX-35
— Diferencial *bid-ask* del bono de deuda soberana a diez años (escala dcha.)

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

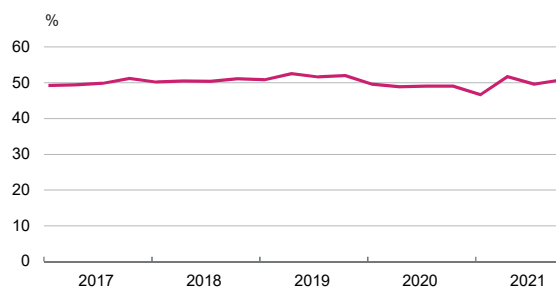
a Hogares y SNF.

Cuadro A1.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Bancos. Datos consolidados

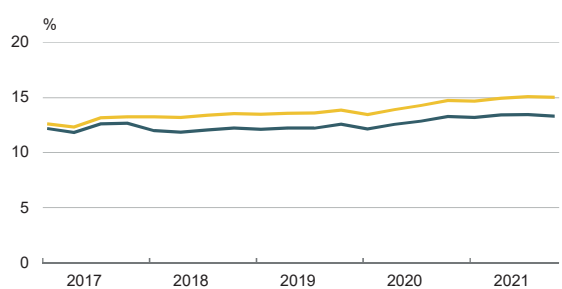
1 Return on equity (ROE) (a)



2 Ratio cost to income (b)

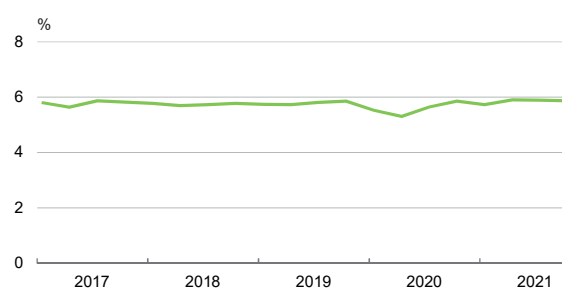


3 Ratios de capital



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

4 Ratio de apalancamiento (phase in)

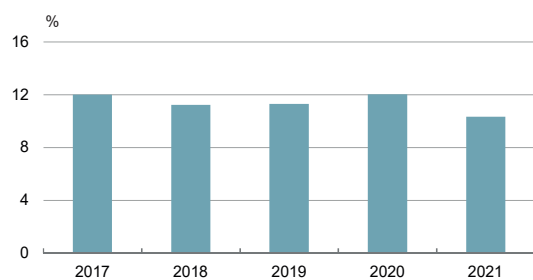


FUENTE: Banco de España.

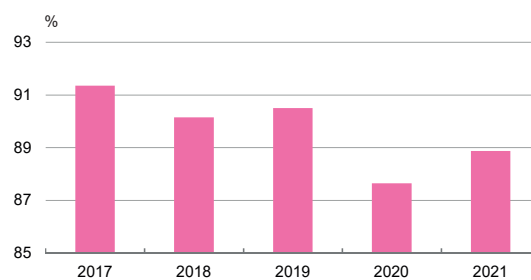
- a** Resultado neto sobre patrimonio neto medio.
b Gastos de explotación sobre margen bruto.

Gráfico A1.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Aseguradoras (cont.)

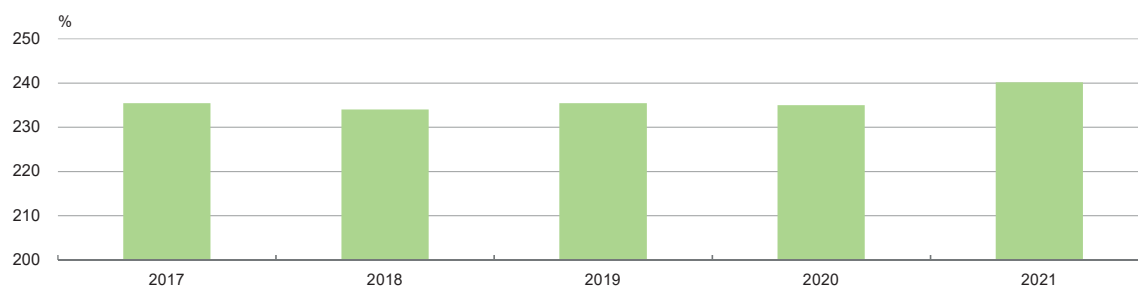
5 Return on equity (ROE)



6 Ratio combinado bruto no vida



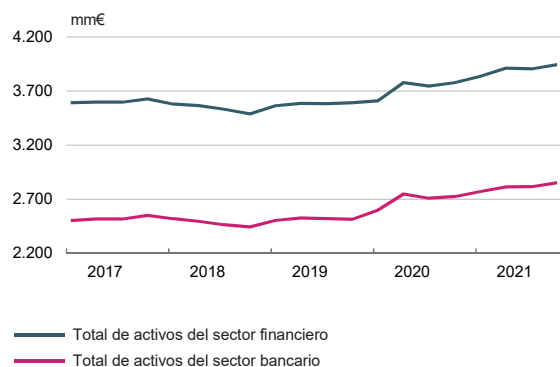
7 Ratio de solvencia



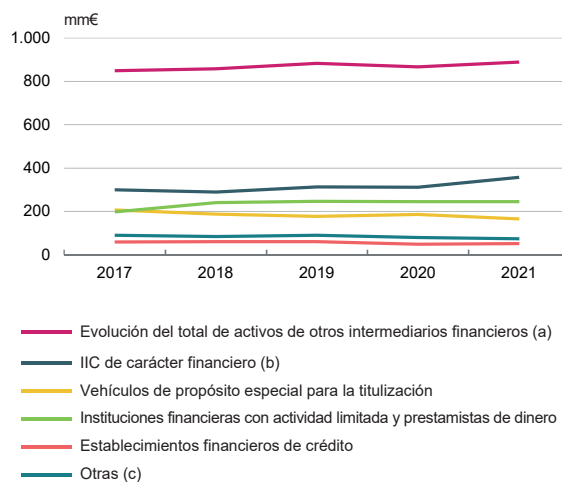
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A1.7 Riesgos estructurales e interconexiones

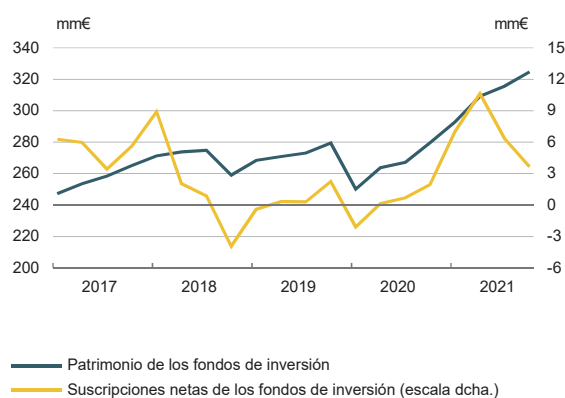
1 Evolución de activos del sector financiero



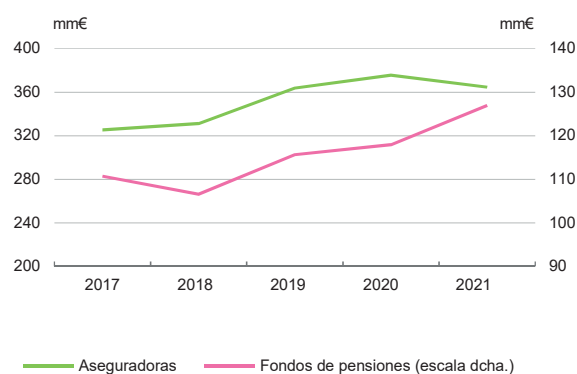
2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros



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.

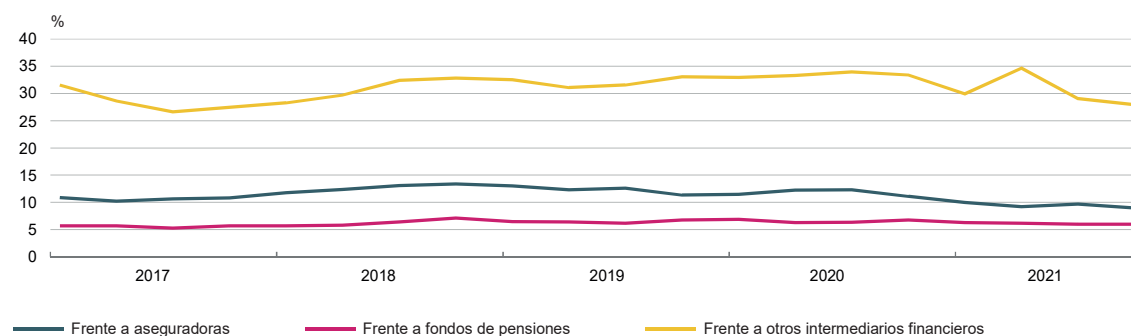
a Dato de 2021, provisional.

b Se incluyen los fondos de inversión (con los fondos monetarios), las sociedades de inversión de capital variable y las IIC de inversión libre.

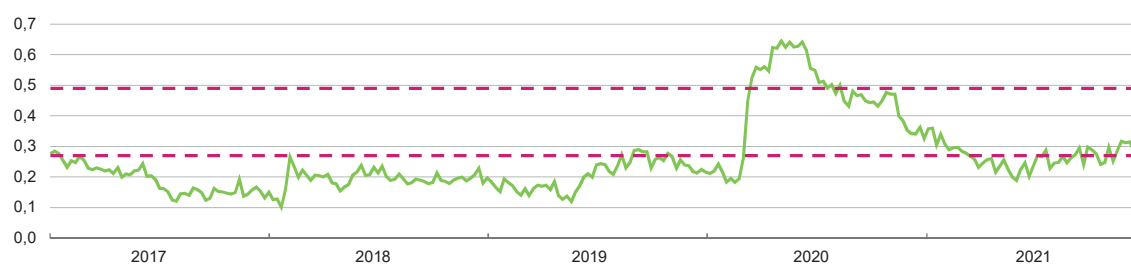
c A partir de 2020, los activos de la Sareb, por la reclasificación de esta entidad como Administraciones Públicas, no están incluidos en este epígrafe.

Gráfico A1.7 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 periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado.

Anejo 2 Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de relevancia para los miembros de la AMCESFI

Cuadro A2.1 Recomendaciones de la JERS relevantes para las autoridades

Recomendación de la JERS	AMCESFI	Banco de España	CNMV	DGSFP	FROB	Gobierno
Recomendación JERS/2021/17, de 2 de diciembre de 2021, relativa al marco paneuropeo coordinado de ciberincidentes sistémicos para autoridades relevantes						
Recomendación JERS/2020/12, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas						
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 a la economía real frente a la pandemia de la COVID-19	FC					
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		SE	FC/LC	SE		
Recomendación JERS/2019/18, de 26 de septiembre de 2019, relativa al intercambio y la recopilación de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país	FC	FC				
Recomendación JERS/2016/14, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles	FC (a)					
Recomendación JERS/2015/2, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial	FC/SE (a)	FC/SE				
Recomendación JERS/2015/1, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países		FC				
Recomendación JERS/2014/1, de 18 de junio de 2014, para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas		FC				
Recomendación JERS/2013/1, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial	LC (a)					LC
Recomendación JERS/2012/2, de 20 de diciembre de 2012, sobre la financiación de las entidades de crédito		FC				
Recomendación JERS/2011/3, de 22 de diciembre de 2011, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales						PC (b)
Recomendación JERS/2011/2, de 22 de diciembre de 2011, sobre la financiación de entidades de crédito en dólares estadounidenses		FC				
Recomendación JERS/2011/1, de 21 de septiembre de 2011, sobre la concesión de préstamos en moneda extranjera		FC				

FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación. Se excluyen las recomendaciones de la JERS que no van dirigidas a autoridades nacionales, así como aquellas que solo afectan a Estados miembros concretos. Tampoco se incluyen las recomendaciones de enmienda de recomendaciones previas. Se indica el grado de cumplimiento en los casos en los que existe informe de evaluación de la JERS de acuerdo con la siguiente terminología: FC: *fully compliant* (cumplimiento pleno); LC: *largely compliant* (cumplimiento mayoritario); PC: *partially compliant* (cumplimiento parcial); MN: *materially non-compliant* (incumplimiento material); SE: *sufficiently explained* (inacción justificada), e IE: *insufficiently explained* (inacción injustificada).

- a Hasta la creación de la AMCESFI en 2019, el Banco de España, como autoridad designada para el sector bancario, asumía la responsabilidad del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS dirigidas a la autoridad macroprudencial.
- b En la fecha de evaluación de esta recomendación, en España aún no se había creado la AMCESFI y el desarrollo normativo de la materia se encontraba aún sin finalizar. Por tanto, esta calificación no refleja el grado de cumplimiento actual con la recomendación.

Anejo 3 Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI

El presente anejo recopila documentos regulares y artículos ocasionales sobre temática relacionada con el análisis de la estabilidad financiera y la política macroprudencial publicados por las instituciones miembros de la AMCESFI entre julio de 2021 y junio de 2022. Para publicaciones correspondientes al primer semestre de 2021, véase el [anejo 2](#) del *Informe Anual 2020* de la AMCESFI.

Banco de España

Informe de Estabilidad Financiera, primavera 2022

Informe de Estabilidad Financiera, otoño 2021

Memoria de Supervisión 2021

Informe Anual 2021

Uncertainty, non-linear contagion and the credit quality channel: an application to the Spanish interbank market

Adrián Carro y Patricia Stupariu

Documentos de Trabajo, n.º 2212, del Banco de España (2022)

Roots and recourse mortgages: handing back the keys

Jorge E. Galán, Matías Lamas y Raquel Vegas

Documentos de Trabajo, n.º 2203, del Banco de España (2022)

Distressed firms, zombie firms and zombie lending: a taxonomy

Laura Álvarez, Miguel García-Posada y Sergio Mayordomo

Documentos de Trabajo, n.º 2219, del Banco de España (2022)

Asset holdings, information aggregation in secondary markets and credit cycles

Henrique S. Basso

Documentos de Trabajo, n.º 2214, del Banco de España (2022)

Heterogeneous effects and spillovers of macroprudential policy in an agent-based model of the UK housing market

Adrián Carro, Marc Hinterschweiger, Arzu Uluc y J. Doyne Farmer

Documentos de Trabajo, n.º 2217, del Banco de España (2022)

Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España

Matías Lamas y Sara Romaniega

Documentos Ocasionales, n.º 2203, del Banco de España (2022)

Sectorial holdings and stock prices: the household-bank nexus

Matías Lamas y David Martínez-Miera

Documentos de Trabajo, n.º 2130, del Banco de España (2021)

Asset encumbrance and bank risk: theory and first evidence from public disclosures in Europe

Albert Banal-Estañol, Enrique Benito, Dmitry Khametshin y Jianxing Wei

Documentos de Trabajo, n.º 2131, del Banco de España (2021)

The impact of COVID-19 on analysts' sentiment about the banking sector

Alicia Aguilar y Diego Torres

Documentos de Trabajo, n.º 2124, del Banco de España (2021)

Cyclical dependence in market neutral hedge funds

Julio A. Crego y Julio Gálvez

Documentos de Trabajo, n.º 2141, del Banco de España (2021)

How do central banks identify risks? A survey of indicators

Carmen Broto (coord.)

Documentos Ocasionales, n.º 2125, del Banco de España (2021)

«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*, 3/2021, del Banco de España

«La evolución de la solvencia y de la demografía empresarial en España desde el inicio de la pandemia»

Roberto Blanco y Marina García

Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2022, del Banco de España

«Risk and control in complex banking groups»

Isabel Argimón y María Rodríguez-Moreno

Journal of Banking and Finance, vol. 134, n.º 106038, enero 2022

«Reflections on the future business model of European banks and the supervisory approach»

Julio R. Hernáez, Alejandra Bernad, Laura Hierro y Ana M. Gómez-Bezares

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 42, primavera 2022, del Banco de España

«Análisis económico de las comisiones bancarias, su régimen jurídico y su relevancia para la estabilidad financiera»

Alejandro Ferrer y Álvaro Pereda

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 42, primavera 2022, del Banco de España

«Mercados financieros mayoristas y divisas digitales: avanzando en la tokenización del dinero de banco central»

Sergio Gorjón

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 42, primavera 2022, del Banco de España

«Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España»

Carmen Broto, Esther Cáceres y Mariya Melnychuk

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 42, primavera 2022, del Banco de España

«Los diez primeros años de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (2011-2021)»

Luis Gutiérrez de Rozas

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 42, primavera 2022, del Banco de España

«Un primer análisis de los riesgos de transición energética con el marco de pruebas de resistencia FLESB del Banco de España»

Alejandro Ferrer, Javier García Villasur, Nadia Lavín, Irene Pablos Nuevo y Carlos Pérez Montes

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 41, otoño 2021, del Banco de España

«Measuring interconnectedness across institutions and sectors»

Julio Gálvez

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 41, otoño 2021, del Banco de España

«Fortaleciendo la ciberresiliencia del sector financiero. Evolución y tendencias»

Silvia Senabre, Iván Soto y José Munera

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 41, otoño 2021, del Banco de España

«Regulating for competition with BigTechs: banking-as-a-service and “beyond banking”»

José Ramón Martínez Resano

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 41, otoño 2021, del Banco de España

«Novedades regulatorias en materia de solvencia, recuperación y resolubilidad bancarias»

Ignacio Colomer, Sara González Losantos, María López Pérez y Luis Mohedano Gómez

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 41, otoño 2021, del Banco de España

«Programa de la Tercera Conferencia de Estabilidad Financiera del Banco de España y del CEMFI»

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 41, otoño 2021, del Banco de España

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Nota de estabilidad financiera n.º 21, enero 2022

Nota de estabilidad financiera n.º 20, octubre 2021

Nota de estabilidad financiera n.º 19, julio 2021

Monitor de la intermediación financiera no bancaria. Ejercicio 2020

Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2020

«Requerimientos de garantía, tensiones de liquidez y medidas anticíclicas en el marco del EMIR: recomendaciones del ESRB y reformas en marcha»

Laura del Campo

Boletín Trimestral, I/2022, de la CNMV

«Integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial de la CNMV»

María José Gómez Yubero

Boletín Trimestral, I/2022, de la CNMV

Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19

Guillermo Cambroner Pérez y Gloria Ruiz Suárez

Documentos de Trabajo, n.º 78, de la CNMV

«La evolución de la actividad de titulización desde la crisis financiera»

Jesús González Redondo

Boletín Trimestral, IV/2021, de la CNMV

Características de las IIC sostenibles españolas en 2020

María Isabel Cambón Murcia y Anna Ispuerto Maté

Documentos de Trabajo, n.º 77, de la CNMV

«Objetivos de Desarrollo Sostenible, índices de sostenibilidad y gobierno corporativo: Un análisis de las sociedades cotizadas españolas»

Irma Martínez García y Silvia Gómez Ansón

Boletín Trimestral, III/2021, de la CNMV

«Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible»

María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto

Boletín Trimestral, III/2021, de la CNMV

La información pública periódica de los fondos de inversión: cómo influyen en las decisiones de los inversores

Ramiro Losada

Documentos de Trabajo, n.º 76, de la CNMV

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

«Respuesta de política económica a la pandemia: una visión integral»

Gonzalo García Andrés

ICE, Revista de Economía, n.º 923, diciembre de 2021

«El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia: inversiones y reformas»

Elena Aparici Vázquez de Parga

ICE, Revista de Economía, n.º 924, febrero de 2022

«La irrupción de las *stablecoins*: evolución, riesgos y marco regulatorio»

Pedro J. Cuadros-Solas y Diego Villafañez Sagardoy

ICE, Revista de Economía, n.º 926, junio de 2022

«La introducción del *sandbox* en el ecosistema *fintech* español»

Isabela Delgado Ruiz-Gallardón y Joan Rodríguez i Salleras

ICE, Revista de Economía, n.º 926, junio de 2022

«El desarrollo de la digitalización y la inclusión financiera»

Javier Hernández López, Luis Pascual Hernández y Ángel Rodríguez González

ICE, Revista de Economía, n.º 926, junio de 2022

«El primer año de andadura del *sandbox* en España»

Isabela Delgado y Andrés Barragán

Dinero digital y sistemas de pago 2022, FIDE

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2020

Glosario

AIFMD	<i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i> (directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos)
AMCESFI	Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera
APP	<i>Asset Purchase Program</i> (programa de compra de activos)
ATM	Activos totales medios
BCE	Banco Central Europeo
CCA	Colchón de capital anticíclico
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)
CTEF	Comité Técnico de Estabilidad Financiera (AMCESFI)
DeFi	<i>Decentralised finance</i> (finanzas descentralizadas)
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
EBA	European Banking Authority (Autoridad Bancaria Europea)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación)
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial
EPA	Encuesta de Población Activa
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados)
ESRB	European Systemic Risk Board (JERS)
EUR	Euro
FMM	Fondos del mercado monetario
FP	Fondos de pensiones
FROB	Autoridad de Resolución Ejecutiva
FSB	Financial Stability Board (Consejo de Estabilidad Financiera)
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i> (activos líquidos de alta calidad)
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFNB	Intermediación financiera no bancaria
IIC	Instituciones de inversión colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de precios de consumo
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
LCCTE	Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética

LTV	<i>Loan-to-Value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
MiCA	<i>Markets in Cryptoassets</i> (Reglamento relativo a los mercados de cryptoactivos)
mm	Miles de millones
OEIS	Otra entidad de importancia sistémica
OIS	<i>Overnight index swap</i>
pb	Puntos básicos
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (programa de compras de emergencia frente a la pandemia)
PIB	Producto interior bruto
pp	Puntos porcentuales
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
SNF	Sociedades no financieras
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
USD	Dólar estadounidense

Fecha de cierre: 30 de junio de 2022.

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, 2022
ISSN: 2660 - 4116