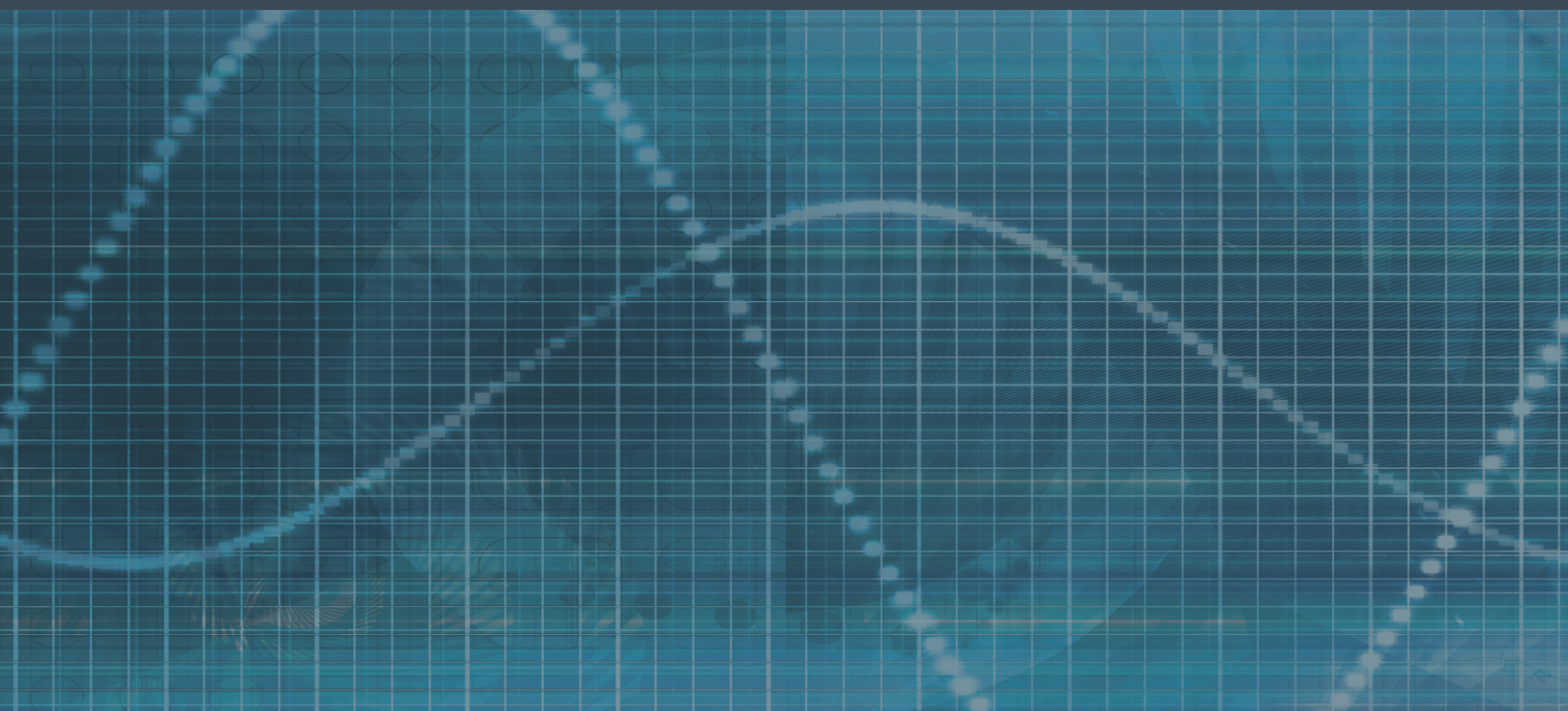


INFORME ANUAL

2022

AMCESFI | Autoridad Macropudencial
Consejo de Estabilidad Financiera



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA, COMERCIO
Y EMPRESA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosystem

CNMV
Comisión
Nacional
del Mercado
de Valores

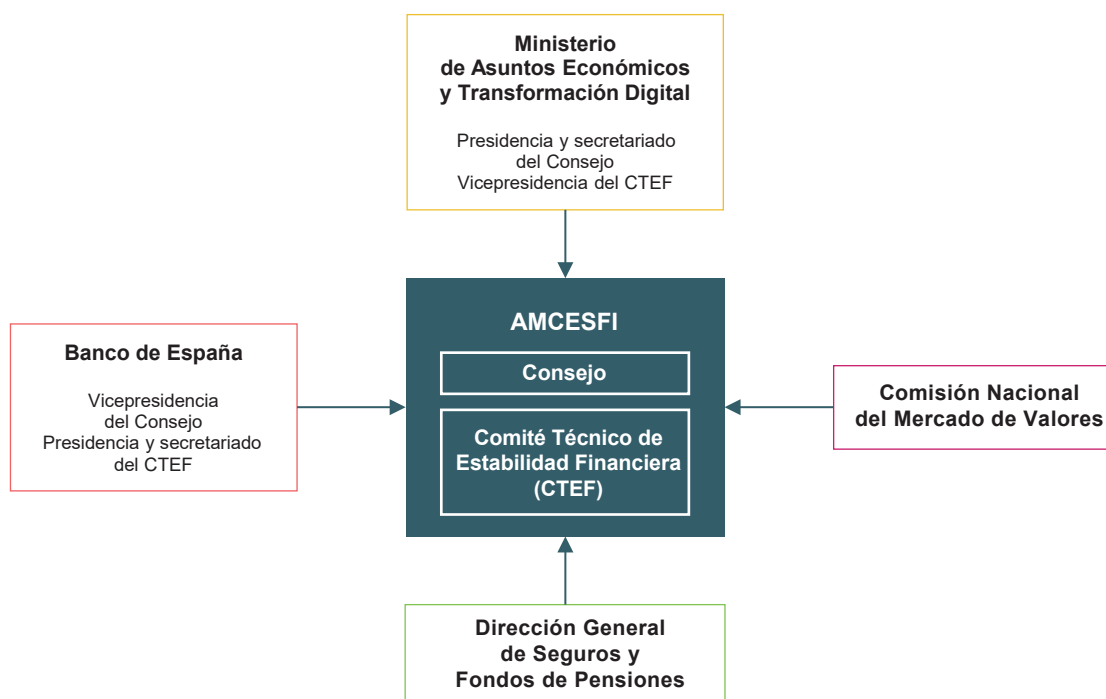
Sobre la AMCESFI

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

La AMCESFI se configura como un órgano colegiado con independencia funcional, adscrito al titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital¹, 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, la AMCESFI

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



FUENTE: AMCESFI.

¹ Ministerio de Economía, Comercio y Empresa en la fecha de publicación de este Informe. No obstante, se ha mantenido en todo el documento la denominación vigente en 2022.

no está dotada de recursos humanos, materiales o financieros propios, y sustenta su actividad en el apoyo que recibe de sus instituciones miembros.

El presente *Informe Anual* se publica en cumplimiento de la obligación de rendición de cuentas estipulada en el artículo 19 del [Real Decreto 102/2019](#), de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a herramientas macroprudenciales.

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

Índice

Sobre la AMCESFI **3**

Carta de presentación del ministro de Economía, Comercio y Empresa **7**

Capítulo 1. Actividades de la AMCESFI en 2022 **11**

Recuadro 1.A. Primer informe bienal sobre cambio climático de la
AMCESFI **15**

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 **36**

3.3 Intermediación financiera no bancaria **41**

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones **47**

Recuadro 3.A. Desarrollos regulatorios recientes sobre
criptoactivos **54**

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

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

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

Anejo 2. Recomendaciones de la JERS de relevancia para los miembros de la
AMCESFI y otras autoridades en España **83**

Anejo 3. Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI **85**

Glosario **89**

Carta de presentación del ministro de Economía, Comercio y Empresa



Carlos Cuerpo,
presidente del Consejo
de la AMCESFI.

Estimado lector:

Desde la creación hace ya más de cuatro años de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), España ha contado con un órgano necesario para preservar la estabilidad de nuestro sistema financiero; ha contribuido, así, a la resiliencia de la economía real y, con ello, a un crecimiento sostenible e inclusivo cuyo objetivo es la mejora del bienestar de la ciudadanía.

A lo largo de estos años, la coordinación entre el Ministerio de Economía y los supervisores de banca, de seguros y de los mercados financieros ha sido absolutamente clave para identificar, analizar y dar seguimiento a los factores de riesgo sistémico. También para articular medidas eficaces que eviten su materialización, y de este modo contribuyan a la estabilidad económica y social de nuestro país en un contexto internacional altamente incierto, convulso y volátil.

La acción decidida por parte de los diferentes organismos y la coherencia de nuestra política económica nos han permitido responder adecuadamente a lo urgente, sin perder de vista lo importante. Lo hicimos para responder a la pandemia a partir de marzo de 2020, con una acción coordinada en el plano monetario y fiscal que permitió mantener la estabilidad financiera ante un *shock* sin precedentes, evitando un daño estructural y sentando las bases de una fuerte recuperación. También para responder al episodio inflacionista provocado por la injustificada invasión rusa de Ucrania, la consiguiente subida de los tipos de interés, y el resto de los acontecimientos vividos en este período, entre los que cabe señalar el episodio de inestabilidad provocado por la caída de determinados bancos —varios estadounidenses y uno suizo— y el conflicto en Oriente Medio, que ha añadido volatilidad a un escenario de por sí incierto.

A pesar del complejo contexto internacional y la ralentización de la economía europea, la economía española evoluciona muy positivamente, y ha encadenado dos años de fuerte crecimiento del PIB —2021 y 2022— con un dinamismo que se ha mantenido durante 2023 y cuyas perspectivas para 2024 también son positivas.

El buen comportamiento de la economía española se apoya en la extraordinaria evolución del mercado de trabajo, con niveles récord de ocupación y de participación, la resiliencia del consumo interno y el dinamismo del sector exterior. Además, está en marcha un proceso de cambio estructural reflejado en la creación de empleo en sectores de mayor valor añadido, el dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos, la ganancia de cuota de mercado de las empresas españolas, el peso de las nuevas tecnologías en el PIB y la mejora de la productividad.

Todo ello responde a una política económica basada en la responsabilidad fiscal, la justicia social y las reformas estructurales, que ha logrado proteger el tejido productivo, el empleo y las rentas de las familias durante la pandemia y se ha orientado a la rápida contención de la inflación tras el estallido de la guerra, anticipándose a los diferentes riesgos y evitando así los escenarios más negativos.

La AMCESFI ha ido reforzando sus instrumentos, intensificando la frecuencia de las reuniones de su Consejo y su Comité Técnico, y proporcionando un foro extraordinariamente valioso para el intercambio de información, la identificación de vulnerabilidades y la adopción de medidas macroprudenciales para el sistema financiero, con el objetivo dar una respuesta temprana a los crecientes desafíos externos.

Al mismo tiempo, la AMCESFI no ha perdido de vista el horizonte de largo plazo. En especial, durante 2023 se publicó el primer *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero*, que incluye el análisis del impacto del cambio climático en el sector financiero español. El Informe permite concluir que la inacción conduce al peor escenario posible, por lo que actuar es una necesidad, y también que es preferible una transición gradual, acompañada de mecanismos para mitigar su impacto en los hogares más vulnerables y en los sectores y empresas más afectados.

La digitalización es otra de las áreas de interés creciente por parte de la AMCESFI. La transición digital que está teniendo lugar a nivel global y transversal constituye una gran oportunidad para el sector y los clientes financieros, ya que se crean nuevos productos y servicios, o se desarrollan tecnologías que van a permitir impulsar la conectividad y productividad del sector, así como la inclusión financiera. No obstante, también es una fuente de riesgos diversos, como es la aparición de nuevos productos y competidores fuera del perímetro de regulación y supervisión o una mayor frecuencia e intensidad de ataques o incidentes cibernéticos, con los consiguientes riesgos para la estabilidad financiera. Por ello, es fundamental que el sector establezca los mecanismos de gestión y prevención necesarios, y que desde las Administraciones Públicas se profundice en medidas de supervisión ante estos desafíos, y se establezca un marco regulatorio adecuado. En este sentido, cabe destacar la puesta en marcha del banco regulatorio de pruebas (*sandbox*) para nuevos servicios *fintech* y la coordinación entre los miembros de la AMCESFI para la puesta en funcionamiento en España del Reglamento comunitario sobre mercados de criptoactivos, conocido como MiCA.

Finalmente, este informe se publica tras haber ocupado España la presidencia rotatoria del Consejo de la Unión Europea, lo que ha constituido una gran oportunidad y responsabilidad para nuestro país. Durante esta presidencia, España ha trabajado para reforzar la Unión Económica y Monetaria, mediante el impulso a expedientes de gran importancia para el futuro, como la reforma de las reglas fiscales, la integración de los sistemas de pagos, el euro digital, el fomento de la integración de los mercados de capitales y el desarrollo de instrumentos para financiar la doble transición, verde y digital.

Este informe refleja el trabajo conjunto del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, autoridades responsables de regular y supervisar el sector financiero español, con el objetivo de velar por la estabilidad de nuestro sistema financiero, condición necesaria para poder seguir avanzando hacia una sociedad más próspera.

En un contexto tan convulso y con tanta incertidumbre como el que encontramos a nuestro alrededor, resulta especialmente valioso contar con instituciones como la AMCESFI, que facilitan el diálogo y la coordinación entre distintas instituciones y organismos, con un objetivo claro: defender el interés general. Quiero agradecer, por ello, el gran trabajo realizado por los numerosos equipos técnicos que velan cada día por el buen funcionamiento del sistema financiero, aportando confianza y seguridad a ciudadanos y empresas, así como estabilidad a nuestra economía.

1 Actividades de la AMCESFI en 2022

El cuarto año de actividad de la AMCESFI ha estado marcado por las consecuencias macrofinancieras de la invasión rusa de Ucrania. El conflicto iniciado en febrero de 2022 ha provocado un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, en un contexto de elevada inflación y endurecimiento de las condiciones de financiación. Ante los desafíos planteados por las tensiones geopolíticas, la AMCESFI intensificó sus actividades, reorientando sus prioridades de trabajo y reforzando su labor de coordinación e intercambio de información entre sus miembros.

En 2022, la AMCESFI incrementó el número de reuniones. El Consejo y su órgano de apoyo, el Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF), mantuvieron un total de once sesiones durante el ejercicio (frente a las siete de 2021). En estas reuniones se abordaron, a partir de la última información disponible, los principales riesgos y vulnerabilidades sistémicas identificadas, las tendencias identificadas en la adaptación de las entidades financieras y otros agentes al nuevo entorno macrofinanciero, el comportamiento de las principales variables de actividad, así como la evolución de la rentabilidad y la solvencia por sectores del sistema financiero. Los miembros del Consejo y del CTEF fueron informados sobre los últimos desarrollos en relación con las medidas adoptadas en la Unión Europea (UE) en respuesta a la guerra de Ucrania y su implementación en España.

La AMCESFI avanzó en 2022 en la preparación de su primer informe sobre el cambio climático. Este trabajo emana del mandato establecido en la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética, que 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. Los trabajos culminaron con la publicación del primer informe en septiembre de 2023 (véase recuadro 1).

En materia de medidas macroprudenciales, la AMCESFI fue informada de seis propuestas en 2022. Según lo previsto en el Artículo 16 del Real Decreto 102/2019, el Banco de España comunicó al CTEF de la AMCESFI todas sus propuestas de medidas relativas al sector de entidades de crédito. Por una parte, se comunicaron cuatro medidas trimestrales del colchón de capital anticíclico aplicable a las exposiciones crediticias ubicadas en España y, por otra parte, dos medidas anuales de identificación de entidades de importancia sistémica mundial y nacional y fijación de sus colchones de capital asociados (véase el capítulo 3.1). Por su parte, la CNMV y la DGSFP no transmitieron a la AMCESFI propuestas de actuación macroprudencial.

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2022

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
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Presidente	Rodrigo Buenaventura Canino	Miembro
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Montserrat Martínez Parera	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	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.

La AMCESFI no estimó necesario emitir alertas sobre factores de riesgo sistémico para la estabilidad financiera en España en 2022. La invasión rusa de Ucrania ha tenido importantes consecuencias a nivel global en forma de unas tasas de inflación elevadas y persistentes, un endurecimiento de las condiciones financieras, cuellos de botella por el lado de la oferta, tensiones en los mercados (especialmente de derivados energéticos), así como un elevado nivel de incertidumbre. En este sentido, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) —en la que participan las tres autoridades sectoriales de la AMCESFI— emitió, por primera vez, una alerta de alcance europeo sobre vulnerabilidades identificadas en el sistema financiero. El capítulo 5 y el anejo 2 de este Informe amplían la información sobre este y otros desarrollos recientes de la JERS relevantes para la AMCESFI.

Los miembros de la AMCESFI compartieron los informes y publicaciones sobre estabilidad financiera y política macroprudencial de sus instituciones. El CTEF fue informado acerca del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España y las *Notas de Estabilidad Financiera* de la CNMV, ambas semestrales, así como del último informe (anual) remitido por el Banco de España a las Cortes Generales sobre el ejercicio de pruebas de resistencia de entidades de depósito españolas bajo su supervisión directa. El anejo 3 ofrece una relación detallada de las principales publicaciones de las instituciones miembros de la AMCESFI en el último año.

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2022

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
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Montserrat Martínez Parera	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Director general del Tesoro y Política Financiera	Álvaro López Barceló	Miembro
Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	Sergio Álvarez Camiña	Miembro
Banco de España	Director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución	Ángel Estrada García	Miembro y secretario
Banco de España	Directora general de Supervisión	Mercedes Olano Librán	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales	Víctor Rodríguez Quejido	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Mercados	Ángel Benito Benito	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Entidades	José María Marcos Bermejo	Miembro

FUENTE: AMCESFI.

En el último año se produjo un cambio de membresía en la AMCESFI como consecuencia del nombramiento efectuado en el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. En agosto de 2022, Álvaro López Barceló —hasta entonces subdirector general de Gestión de la Deuda Pública en la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional— fue nombrado director general del Tesoro y Política Financiera; se convirtió así en miembro nato del CTEF de la AMCESFI, en sustitución de Pablo de Ramón-Laca Clausen.

La AMCESFI publicó en 2022 su *Informe Anual* correspondiente a 2021. El *Informe Anual 2021* se difundió el 7 de septiembre de 2022, con ocasión de la comparecencia de la presidenta del Consejo de la AMCESFI ante la Comisión 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 2021* está disponible en el sitio web de la AMCESFI (www.amcesfi.es).

Miembros del CTEF de la AMCESFI



Fuente: AMCESFI.

De izda. a dcha., José María Marcos Bermejo, Víctor Rodríguez Quejido, Álvaro López Barceló, Carlos Cuerpo Caballero, Margarita Delgado Tejero, Ángel Estrada García, Montserrat Martínez Parera, Mercedes Olano Librán y Sergio Álvarez Camiña.

RECUADRO 1.A Primer informe bienal sobre cambio climático de la AMCESFI

La Ley 7/2021, de 20 de mayo, de Cambio Climático y Transición Energética (LCCTE), confiere a la AMCESFI un mandato relativo a la integración del riesgo del cambio climático en el sistema financiero. En concreto, el artículo 33.1 de la LCCTE establece que la AMCESFI debe coordinar con las tres autoridades supervisoras sectoriales (el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) la elaboración de un informe que evalúe los riesgos asociados al cambio climático para el sistema financiero español, y examine el grado de cumplimiento de las metas del Acuerdo de París. El informe debe elaborarse cada dos años y remitirse al Congreso de los Diputados y al Senado.

En septiembre de 2023, la AMCESFI publicó el primer Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero, que incluye un análisis del impacto de los riesgos de transición y físicos sobre el sistema financiero. La evaluación de los riesgos de transición se centró en un escenario común para todo el sector financiero, donde estos se producen de modo abrupto y desordenado, lo que afecta a la economía en un horizonte de medio plazo y a los mercados financieros de modo inmediato. Este escenario es coherente con el empleado en otras evaluaciones de impacto a nivel europeo, y está basado en los diseñados por la *Network for Greening the Financial System* (NGFS); tendría una mayor probabilidad de ocurrencia en el caso de una implementación tardía de medidas de descarbonización, o de un diseño inadecuado de estas en fases más tempranas.

Los resultados del análisis muestran que una transición climática desordenada tendría efectos negativos sobre los distintos intermediarios financieros. El deterioro inmediato de las condiciones financieras generaría pérdidas en las carteras de los fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías aseguradoras, deteriorando en este caso su solvencia. En el caso del sector bancario, el deterioro macroeconómico produciría pérdidas sobre la cartera de préstamos, que se sumarían al deterioro del valor de mercado de las carteras de inversión de las entidades de crédito. Dentro de la elevada incertidumbre sobre los posibles costes de la transición climática, estos serían probablemente superiores a los del escenario alternativo, donde las medidas para fomentar la descarbonización de la economía se toman de manera temprana, y no disruptiva.

La materialización del cambio climático plantea importantes riesgos físicos sobre la actividad económica y el sistema financiero. No obstante, su análisis y cuantificación resulta complejo, por las dificultades que plantea evaluar un evento inédito como el cambio climático, así como por los amplios horizontes de análisis. Los ejercicios ilustrativos sugieren que, a partir de 2030, la inacción y consiguiente materialización de los riesgos físicos generarían un incremento apreciable de la pérdida esperada por riesgo de crédito. Adicionalmente, en el informe se exploran los costes que causarían ciertos eventos climáticos extremos sobre el sistema financiero. Por ejemplo, sequías y olas de calor pueden generar un deterioro en la cartera de préstamos bancarios y, por tanto, en la rentabilidad y solvencia del sector. De igual modo, la mayor frecuencia de eventos climáticos extremos depararía

RECUADRO 1.A Primer informe bienal sobre cambio climático de la AMCESFI (cont.)

un incremento de la siniestralidad del sector asegurador, y un deterioro de la ratio de solvencia de las entidades.

En definitiva, el análisis del impacto del cambio climático plantea importantes retos para los supervisores financieros. Estos retos se derivan de la incertidumbre sobre el cambio climático y las limitaciones de los modelos actuales, pero también de la necesidad de datos adicionales y de mejoras en su calidad. En este sentido, la mejora en los datos proporcionados por las entidades

financieras supervisadas resulta de gran importancia para la mayor precisión de los futuros análisis de cambio climático. La LCCTE contempla la elaboración de informes de carácter anual, para documentar su exposición a los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se adopten para hacer frente a dichos riesgos. Estos informes constituirán una importante fuente de información para la próxima edición del *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero* de la AMCESFI, previsto para 2025.

2 Entorno macrofinanciero

Principales macromagnitudes

La economía española prolongó su fase de crecimiento del PIB en 2022, especialmente en el segundo trimestre del año, aunque a un ritmo inferior al de 2021 al consolidarse la recuperación macroeconómica tras la pandemia de COVID-19. Con todo, el crecimiento en volumen del PIB a lo largo del año fue del 5,5 %, superior al nivel inicialmente previsto. El PIB a precios corrientes se situó en 1.327 mm de euros, un 10,0 % por encima de la cifra de 2021. En 2022 continuó la senda de crecimiento iniciada en 2021 después de la fuerte contracción del año 2020, apoyada en la creación de empleo, los fondos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, el consumo privado y el sector exterior. Dicho crecimiento se produjo en un contexto en el que todavía pervivían efectos disruptivos de la pandemia del COVID-19, a los que hubo que añadir el impacto de la invasión rusa de Ucrania en el mes de febrero en áreas como los precios energéticos, la evolución de las tasas de inflación y el comercio internacional.

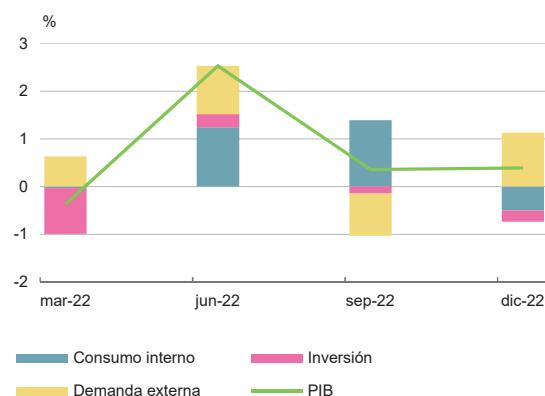
La recuperación del empleo ha continuado, superando los máximos históricos alcanzados en el año anterior. El año 2022 cerró con casi 20,3 millones de afiliados a la Seguridad Social, y durante el año se produjo un incremento del empleo de 471.360 personas (gráfico 2.1.2). Aunque el crecimiento se moderó en la segunda mitad de año, el mercado de trabajo siguió mostrando una notable resistencia. Como resultado, la tasa de desempleo en España al cierre de 2022 fue del 12,87 % (véase gráfico A1.2 del anejo 1), que —aunque elevada en comparación con las de otros países de la UE— es la más baja en un final de año desde 2007.

El ejercicio 2022 estuvo marcado por importantes factores de riesgo, como la guerra de Ucrania, el aumento de la inflación y los tipos de interés, o la moderación del crecimiento global. La implementación de medidas de apoyo a hogares y empresas ha contribuido a mantener la senda de crecimiento de la economía española en 2022, si bien, a cierre del ejercicio, todavía no se había recuperado el nivel de PIB previo al inicio de la pandemia. En este contexto de riesgos y aumento de precios y costes financieros, la tasa de dudosos del sector privado ha mantenido su tendencia decreciente, hasta el 3,5 %, su nivel más bajo desde 2008.

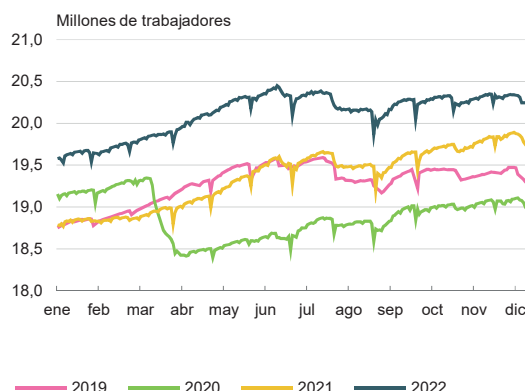
A pesar de los elementos de riesgo mencionados, los factores fundamentales externos e internos de la economía española volvieron a mostrar una senda positiva en el ejercicio. En primer lugar, se mantuvo un superávit por cuenta corriente en 2022, del 0,6 % del PIB. A su vez, el saldo de la cuenta de capital en dicho año volvió a ser positivo, del 0,9 % del PIB. De este modo, la economía española registró una capacidad de financiación por importe equivalente al 1,5 %

Gráfico 2.1 Principales macromagnitudes

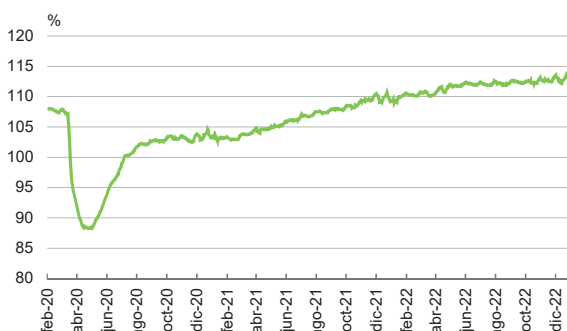
1 PIB trimestral por componentes



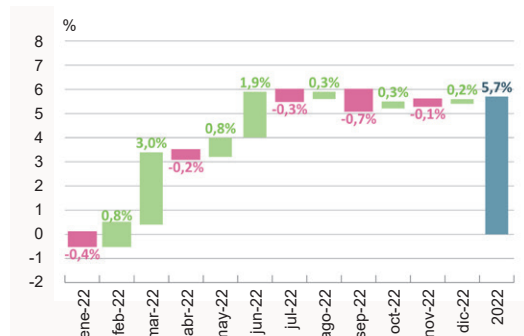
2 Afiliación a la Seguridad Social



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



4 Descomposición mensual de la tasa de variación anual del IPC armonizado en 2022



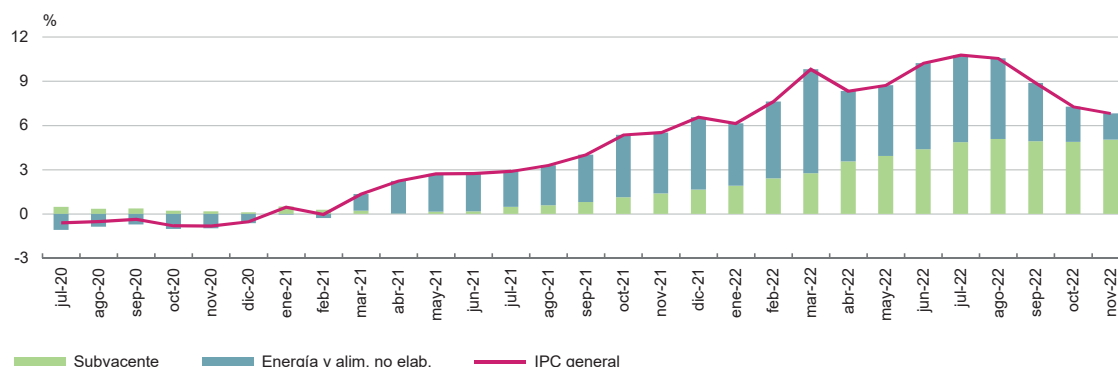
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

a 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 y afiliaciones a la Seguridad Social, entre otros), así como de datos de alta frecuencia diarios observados hasta la fecha más reciente posible (como ventas diarias, consumo eléctrico, gasto en tarjetas y afiliaciones).

del PIB. Esta capacidad de financiación, junto con un efecto valoración más negativo en los pasivos que en los activos frente al exterior y, principalmente, el aumento del PIB nominal en 2022, ha permitido continuar con la reducción del saldo deudor de la posición de inversión internacional neta (-60,4% del PIB al cierre de 2022, frente al -71,5% de 2021), si bien esta reducción se frenó en el cuarto trimestre de año. A nivel interno, también se aceleró el proceso de desapalancamiento privado, de forma que, a cierre de 2022, la deuda privada ascendió al 125,1% del PIB, frente al 140% de doce meses antes, como reflejo tanto del descenso de la deuda como, en mayor medida, el aumento de las rentas.

Las medidas adoptadas para contener el alza de los precios permitieron moderar el aumento de la inflación. El incremento de los precios de la energía empezó a cobrar fuerza en el primer trimestre de 2021, y se fue acelerando hasta el primer trimestre de 2022, momento en el que se inició la invasión rusa de Ucrania. Durante los dos trimestres posteriores, la inflación energética continuó registrando

Gráfico 2.2 Descomposición de la variación anual de la tasa de inflación



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

tasas algo menos acusadas, pero muy elevadas (gráfico 2.2). El fuerte aumento de los costes energéticos condujo a presiones inflacionistas más generalizadas, lo que llevó a la inflación —medida a través de la variación interanual del índice de precios de consumo (IPC)— en el verano de 2022 a su nivel más alto de las últimas tres décadas (10,8%). Sin embargo, gracias a la bajada de los precios de energía y a las medidas llevadas a cabo para contener la inflación, esta cayó significativamente desde septiembre. Así, la inflación general en diciembre de 2022 se situó en el 5,7%. La contribución de la energía y de los alimentos no elaborados a ese incremento ha sido decreciente desde agosto y prácticamente nula en diciembre.

La continuación del incremento de la actividad económica y su impacto en la recaudación han permitido que la ratio de déficit público haya vuelto a caer significativamente en 2022. Pese a la implementación de las medidas aprobadas en respuesta a la guerra de Ucrania y al aumento de la inflación, que implicaron un importante volumen de recursos públicos, el saldo de las Administraciones Públicas cerró el ejercicio 2022 con un déficit del 4,8% sobre el PIB. Esto supone una caída del 23% respecto al déficit de 2021, que alcanzó el 6,9%. La reducción del déficit en 2022 se apoyó en el incremento de los ingresos tributarios hasta los 255.463 millones de euros, superando así en un 14,4% el nivel récord de recaudación, alcanzado en 2021.

Esta dinámica ha permitido continuar la reducción de los niveles de deuda pública a los que se ha llegado por el impacto de la pandemia, que han caído hasta el 113,2% del PIB al cierre del 2022, 5 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel con el que se cerró el año anterior (véase gráfico A1.4 del anejo 1). La emisión neta soberana se redujo en casi 5.000 millones de euros, hasta los 70.063 millones, y la emisión bruta se situó en 232.570 millones. En el presente contexto de normalización de la política monetaria, el coste medio de la deuda emitida en 2022 se situó en el 1,35%, frente al tipo medio negativo logrado por primera vez en el año anterior (-0,04%).

Mercados monetarios y bancos centrales

El cambio de ciclo en la política monetaria motivado por la evolución de la inflación ha sido el principal factor que explica el comportamiento de los mercados monetarios en 2022. Con la excepción del Banco de Japón, los principales bancos centrales han revertido sus políticas monetarias expansivas con el objetivo de luchar contra la inflación. Así, en primer lugar, a lo largo de 2022 elevaron significativamente sus respectivos tipos de interés oficiales: 425 puntos básicos (pb) desde marzo de 2022 en el caso de la Reserva Federal estadounidense y 325 pb desde diciembre de 2021 en el caso del Banco de Inglaterra (gráfico 2.3.1). En segundo lugar, los principales bancos centrales comenzaron a reducir el tamaño de sus balances, bien a través del *quantitative tightening* (reducción de activos financieros en cartera) o de una menor concesión de crédito a la banca (gráfico 2.3.2).

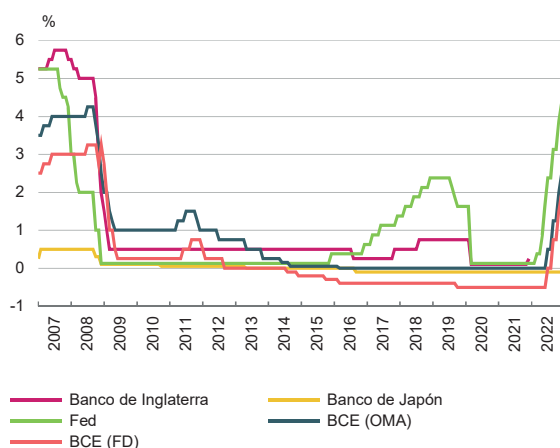
El Eurosistema elevó los tipos de interés oficiales en 250 pb a lo largo de 2022.

A principios de 2022, el tipo de la facilidad de depósito se situaba en el $-0,5\%$, el tipo de las operaciones principales de refinanciación (repo) en el 0% y el tipo de la facilidad marginal de crédito en el $0,25\%$. Dado su objetivo de inflación, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió el 21 de julio de 2022 implementar una subida de 50 pb en los tres tipos oficiales. El 8 de septiembre, el BCE decidió llevar el tipo rector (facilidad de depósitos) a terreno positivo, implementando una subida de 75 pb en los tres tipos, al igual que durante la reunión de su Consejo de Gobierno del 27 de octubre. Finalmente, el 15 de diciembre se decidió reducir el ritmo de subidas a 50 pb, lo que resultó en unos tipos oficiales del 2% (facilidad de depósito), $2,5\%$ (repo) y $2,75\%$ (facilidad de crédito), respectivamente.

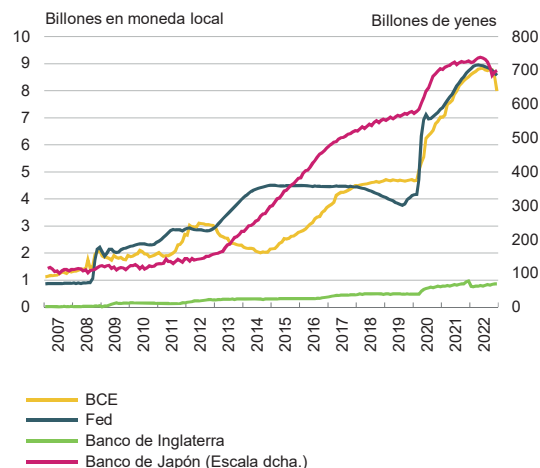
La senda esperada de los tipos de interés oficiales del Eurosistema experimentó una gran volatilidad durante 2022. El segmento del mercado

Gráfico 2.3 Bancos centrales

1 Tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales

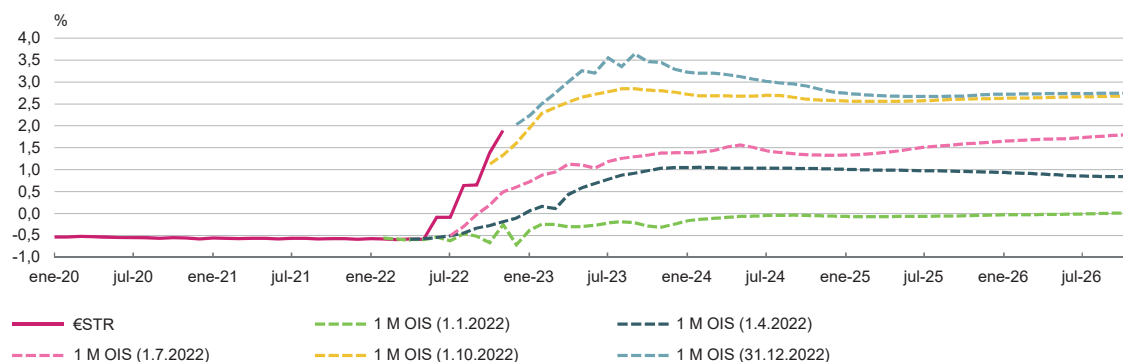


2 Tamaño del balance de los principales bancos centrales



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

Gráfico 2.4 Evolución del €STR y perspectivas futuras según *forwards* a un mes de *overnight index swaps* (a)



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 %).

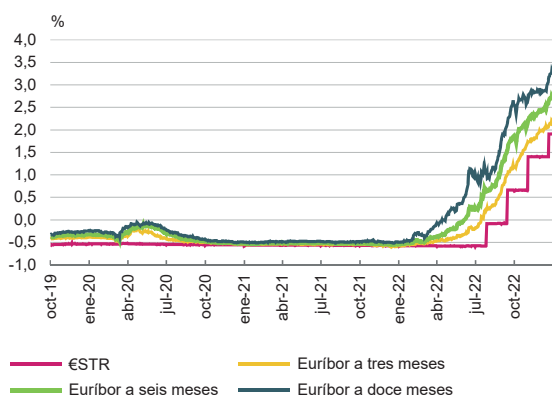
monetario de *swaps*, en los que una de las patas es el tipo de interés *overnight* (el €STR en la zona del euro), se utiliza principalmente tanto para la cobertura de riesgos (a través de contratos *spot*) como para la especulación sobre la senda de los tipos de interés oficiales (a través de contratos *forward*). Como se observa en el gráfico 2.4, las distintas curvas *forward* muestran el aumento progresivo de los tipos de interés futuros esperados que se produjo a lo largo del año, a medida que se registraban mayores tasas de inflación. En diciembre de 2022, el mercado de futuros OIS esperaba un tipo oficial (facilidad de depósitos) terminal del 2,75 %.

Los tipos de interés del mercado monetario han transmitido las subidas de tipos oficiales. Respecto de los tipos determinados en el segmento no garantizado del mercado monetario, el tipo *overnight* (€STR) ha replicado en gran medida la variación del tipo oficial de la facilidad de depósitos, manteniéndose 8-10 pb por debajo de él, dada la composición de las operaciones que integran el cálculo del €STR (gráfico 2.5). Los tipos euríbor a distintos plazos evolucionaron en el mismo sentido, si bien reflejando distintos diferenciales positivos respecto del tipo *overnight* en función de sus respectivos vencimientos. Por su parte, los tipos del segmento garantizado (o repo) también han transmitido la normalización de la política monetaria, aunque en algunos momentos se produjeron episodios de escasez de activos colaterales de determinados soberanos que motivaron que la transmisión se produjese con cierto retardo.

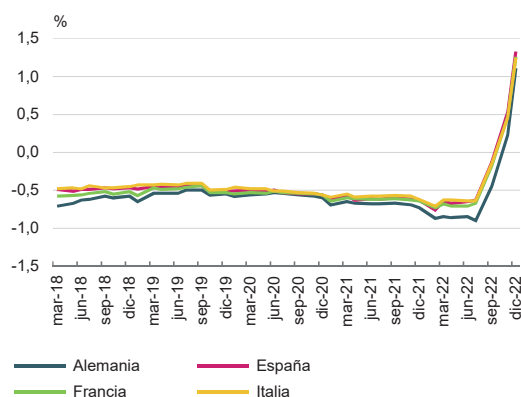
Como resultado de la normalización y posterior endurecimiento de la política monetaria, a lo largo de 2022 fueron finalizando las compras netas de activos por motivos de política monetaria. En 2022, las compras netas totales de activos bajo el *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) alcanzaron los 116.305 millones de euros. En diciembre de 2021, el BCE decidió

Gráfico 2.5 Tipos de interés de referencia del mercado monetario

1 Tipos de interés de referencia del mercado monetario no garantizado



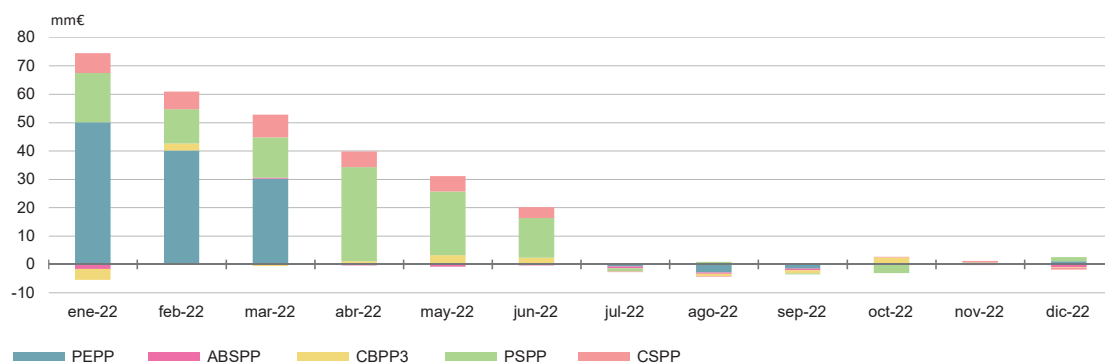
2 Tipos de interés de referencia del mercado monetario garantizado, para países seleccionados (a)



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

a Para operaciones *overnight*.

Gráfico 2.6 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*).

finalizar las compras netas de activos bajo el PEPP en marzo de 2022 y reinvertir los activos de la cartera del PEPP que vayan venciendo hasta diciembre de 2024. Por otro lado, las compras netas totales bajo los programas de compra ordinarios (*Asset Purchase Programme*, APP) sumaron 146.932 millones de euros en 2022 (gráfico 2.6). Si bien la idea inicial era que el APP ejerciese de programa puente una vez finalizasen las compras del PEPP, la lucha contra la inflación motivó que el BCE decidiese en marzo de 2022 reducir el volumen de compras mensuales y en junio de 2022 finalizar las compras netas el 1 de julio. A pesar de que inicialmente se acordó la reinversión de los activos del APP hasta una fecha posterior a la de la primera subida de tipos, en diciembre de 2022 se decidió finalizar las reinversiones (y comenzar la reducción de la cartera APP) en marzo

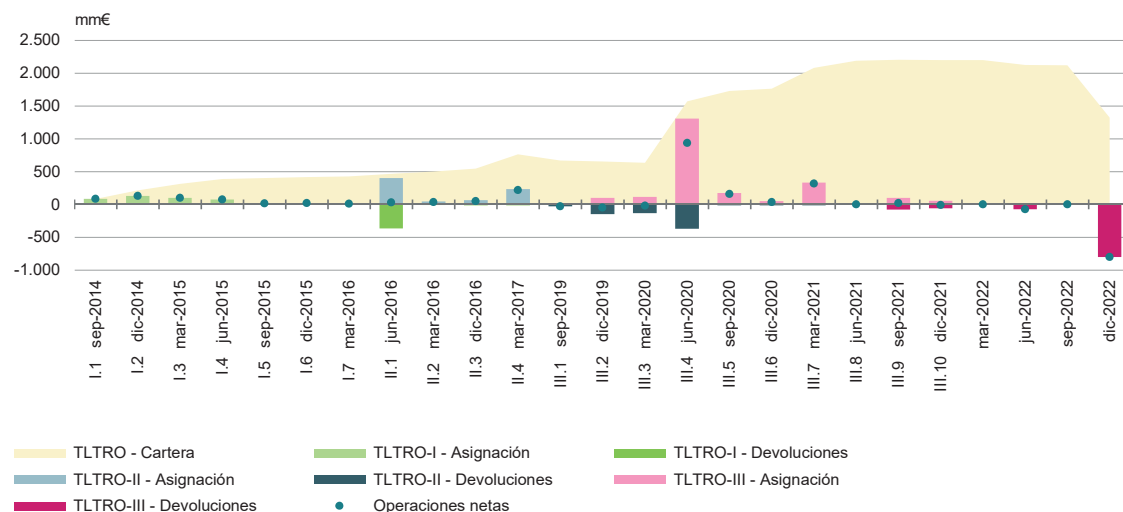
de 2023 a un ritmo de 15.000 millones de euros mensuales. En lo que respecta a la deuda pública española, las compras del Eurosistema alcanzaron los 34.058 millones de euros en 2022 (frente a los 105.631 millones de euros de 2021), esto es, un 15 % de las emisiones brutas del Tesoro Público. Las tenencias totales de deuda pública española por el Eurosistema en diciembre de 2022 alcanzaron los 509.697 millones de euros, lo que supone un 34 % de la deuda en circulación.

El Eurosistema ha establecido dos instrumentos para garantizar una transmisión homogénea de la política monetaria y la integración de los mercados financieros europeos. Para evitar la fragmentación de los mercados financieros europeos a través de la aparición de diferenciales de rentabilidades que no estén justificados por los fundamentos económicos del país en cuestión, el Eurosistema podría utilizar como primera línea de defensa las reinversiones de los activos que vayan venciendo adquiridos bajo el PEPP. Así, el Eurosistema podría reinvertir dichos activos de manera flexible, desde el punto de vista tanto de la clase de activos como de la jurisdicción emisora y el tiempo. En segundo lugar, en caso de ser necesario y siempre y cuando se cumpla con unos criterios establecidos, el Eurosistema podría activar el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés) —establecido en julio de 2022—, y permitir así la realización de compras de activos ilimitadas. La existencia de ambas líneas de defensa ha contribuido a que el ciclo de subidas de tipos oficiales no haya implicado un aumento de los diferenciales de rentabilidades entre distintos soberanos europeos.

En 2022, el balance del Eurosistema se redujo en 527.000 millones de euros, hasta los 7,98 billones de euros, principalmente como resultado de los repagos de los préstamos *Targeted Long-term Refinancing Operations* (TLTRO). En 2022 no se produjeron nuevas operaciones de la tercera ronda de las operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas. Las entidades de crédito pudieron optar a un tipo de interés beneficiado del -1 % hasta junio de 2022 si cumplían con los requisitos de provisión de crédito, y, en todo caso, a un tipo de interés beneficiado del -0,5 %. No obstante, en octubre de 2022 el Consejo de Gobierno del BCE decidió modificar la remuneración de los préstamos TLTRO a partir del 22 de noviembre de 2022, alineándola con el tipo de la facilidad de depósito, para fortalecer la transmisión del tono monetario. Dicho incremento del coste medio esperado de la financiación obtenida mediante este tipo de operaciones motivó que parte de las entidades de crédito decidiesen devolver de manera voluntaria y anticipada parte de los préstamos. Dichas devoluciones voluntarias, junto a los vencimientos de las primeras rondas de operaciones, sumaron un total de 878.409 millones de euros. En suma, el volumen de préstamos TLTRO vivos pasó en 2022 de 2,2 billones de euros a 1,3 billones de euros (gráfico 2.7). El recurso a estas operaciones que realizaron las entidades españolas alcanzó en diciembre de 2022 los 192.970 millones de euros.

El volumen de transacciones en los mercados monetarios aumentó en 2022. Una de las consecuencias de la normalización de la política monetaria es que las entidades deben buscar eventualmente fuentes de financiación de mercado,

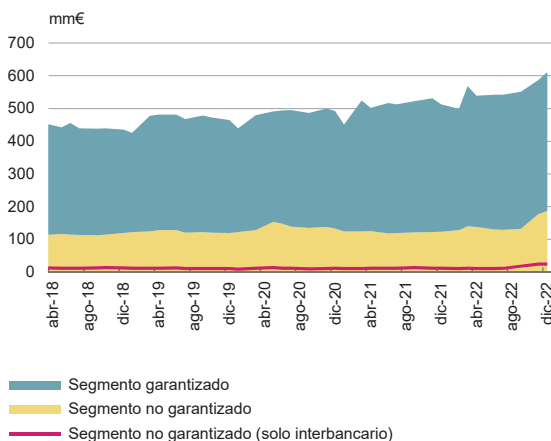
Gráfico 2.7 Operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas



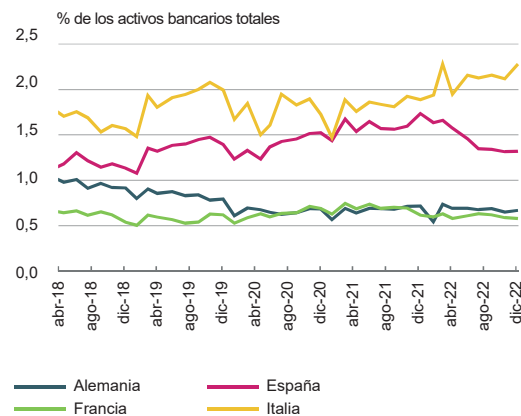
FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 2.8 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*).

dado el menor recurso a la financiación del BCE. Esto se constató en los mercados monetarios europeos, donde el volumen medio diario de transacciones aumentó un 51 % para las operaciones no garantizadas (por ejemplo, depósitos interbancarios) y un 9 % para las operaciones garantizadas (por ejemplo, repos). La financiación en el mercado monetario para las entidades de crédito siguió siendo proporcionalmente más relevante en España e Italia que en otros países como Francia y Alemania (gráfico 2.8).

3 Evolución del sistema financiero por sectores

3.1 Sector bancario

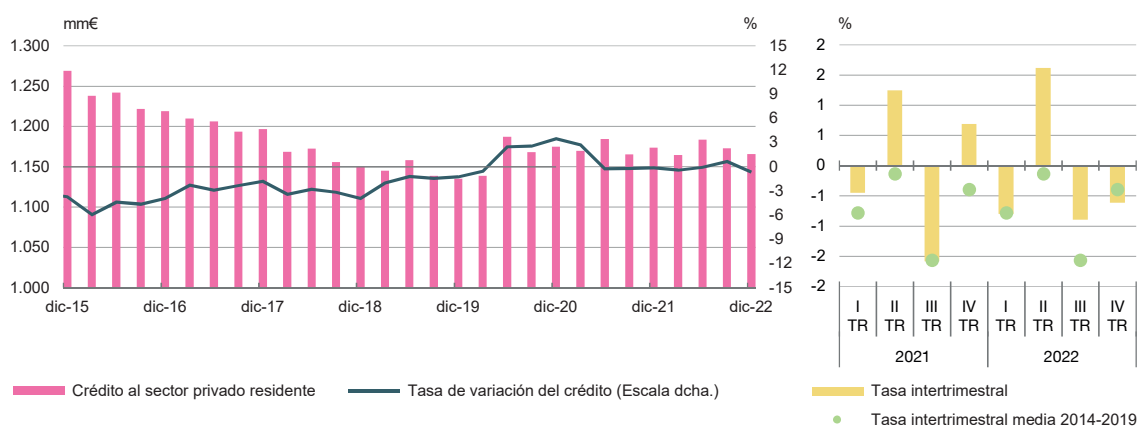
En 2022 se produjo un descenso del crédito concedido por las entidades de depósito españolas al conjunto del sector privado residente, en contraste con la evolución de los dos años anteriores. Los activos problemáticos mejoraron notablemente a lo largo del año, y se acelerarán los descensos de dudosos tanto en hogares como en empresas. Otros signos de deterioro, como los créditos en vigilancia especial o las refinanciaciones, también evolucionaron de forma favorable. Los préstamos con aval público ICO continuaron con el deterioro de su calidad crediticia, si bien esta evolución resulta esperable dado el perfil de riesgo de esta tipología de operaciones. El beneficio ordinario de las entidades a nivel consolidado creció notablemente en 2022, impulsado por la mejora en el margen de intereses asociada al incremento de los tipos de interés y por la fortaleza del negocio en Latinoamérica. Por su parte, el nivel de solvencia del conjunto de las entidades españolas se redujo en 2022 debido a una expansión del activo que no fue suficientemente compensada por aumentos del capital regulatorio de nivel 1 ordinario.

Evolución del crédito en el negocio en España y el exterior

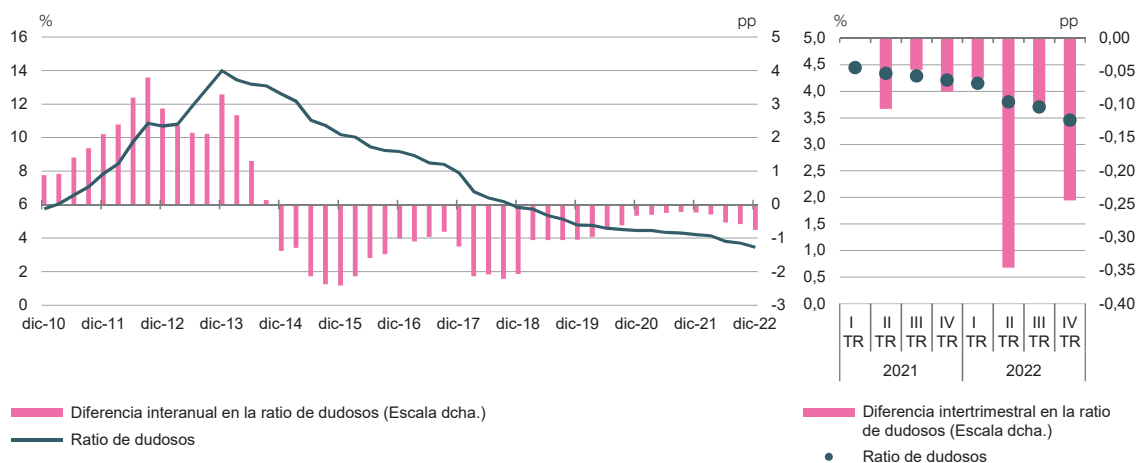
El crédito se redujo en 2022, pese al repunte del crédito nuevo, tanto en hogares como en empresas, mientras que la variación en términos reales volvió a tasas prepandemia. El *stock* de crédito se redujo en 2022 un 0,7 %, en contraste con la evolución expansiva de 2020, consecuencia de las políticas implementadas para paliar los efectos de la pandemia, y de 2021 (véase gráfico 3.1.1.1), cuando se produjo una estabilización generalizada en él. Esta reducción se produjo a pesar de un incremento en el crédito nuevo concedido (tanto en nuevas operaciones como en incremento de dispuesto en las líneas de crédito ya concedidas), ya que las bajas (amortizaciones, pasos a fallidos, titulizaciones y ventas de carteras) aumentaron aún más. En el caso de los hogares, se observó un descenso del 0,2 % interanual, consecuencia de la evolución del *stock* de crédito concedido para adquisición de vivienda. El saldo vivo de crédito a empresas, por su parte, descendió un 1,5 % en 2022, debido a la evolución tanto de los sectores más afectados por la pandemia (–6,9 %) como de los menos afectados (–3,3 %). Los sectores moderadamente afectados por la pandemia crecieron en 2022 un 3,6 %. En los primeros, el descenso es reflejo de un desapalancamiento progresivo, tras la acumulación de deuda registrada en los primeros trimestres tras el estallido de la pandemia. En términos reales, el crédito se redujo un 5,8 %, debido al notable incremento de la inflación. Esta

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.

tasa de descenso es similar a la que se venía observando en los años previos a la crisis sanitaria del COVID-19.

Los activos dudosos continuaron descendiendo en 2022, y de forma más acusada que en el año anterior, lo que se trasladó a las ratios de dudosos, que también evolucionaron de forma favorable. Los activos dudosos continuaron en 2022 la tendencia a la baja observada desde el final de la crisis financiera global (véase gráfico 3.1.1.2). En términos interanuales, el descenso fue del 18,5% (más de 9 mm de euros), y se produjo de forma generalizada entre entidades y tanto en hogares (24,3%) como en sociedades no financieras y empresarios individuales (13,7%). En ambos casos, además, el descenso interanual fue mayor que el observado el año anterior. Este descenso hizo que las ratios de dudosos se situaran en su nivel más bajo desde diciembre de 2008, y que alcanzaran el 3,5% para el conjunto del sector privado residente. En el último año, el descenso de la ratio fue

de 0,8 pp. Por sector institucional, la caída de la ratio de hogares (0,9 pp, hasta el 2,8 %) fue ligeramente superior a la de los sectores empresariales no financieros (0,7 pp hasta el 4,7 %). En particular, los dudosos del crédito a hogares destinado a consumo, habitualmente más arriesgado que el de otras carteras, mostraron un descenso interanual cercano al 18 %, tras el fuerte incremento observado en 2020 y la estabilización de 2021. El mayor ritmo de descenso de los activos dudosos vino motivado por unas menores entradas desde situación normal y por unas mayores salidas a situación de vigilancia especial. En el caso del crédito a hogares destinado a consumo, el 73 % de las salidas de dudoso se debió a traspasos a fallido o a transferencias de activos (venta de carteras).

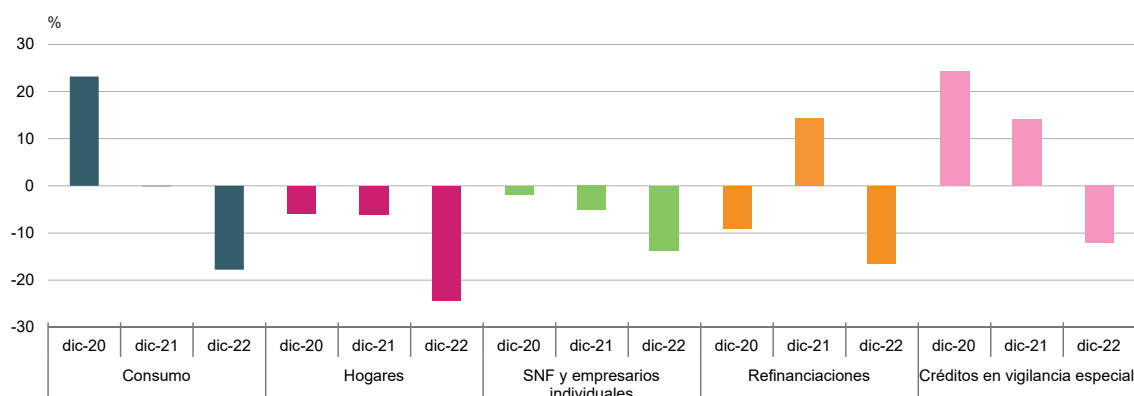
El resto de los activos problemáticos (activos en vigilancia especial, refinanciados y adjudicados) también se comportaron favorablemente en el último año. Los préstamos en vigilancia especial² descendieron en 2022 un 12,2 % (véase gráfico 3.1.2.1), mientras que su ratio sobre el total de crédito pasó del 8 % en diciembre de 2021 al 7,1 % en diciembre de 2022. Por sector institucional, el peso relativo de estos activos problemáticos descendió en sociedades no financieras y empresarios individuales (2,6 pp, hasta el 9,8 %), y aumentó en hogares (0,4 pp, hasta el 5,5 %). En los sectores más afectados por la pandemia, en los que se produjo una elevación importante de estos activos durante el primer año de la pandemia, se registró en 2022 un descenso muy significativo de su importancia (3,4 pp, hasta el 14,6 %). En comparación con la situación anterior a la pandemia, los créditos en vigilancia especial se mantuvieron en diciembre de 2022 un 24,5 % por encima. El descenso de estos activos problemáticos en el último año se debió a unas menores entradas y a unas mayores salidas desde la categoría de riesgo normal y hacia ella. Por su parte, los créditos refinanciados o reestructurados, que también suelen tener un mayor riesgo de impago, disminuyeron en 2022 un 16,5 %, hasta situarse en el 4,2 % del total del crédito al sector privado residente (0,8 pp menos que el año anterior). Por último, los activos adjudicados también mostraron un comportamiento a la baja, situándose la cifra en diciembre de 2021 en los 19,7 mm de euros, un 36 % menor que la observada antes del inicio de la pandemia.

El saldo vivo de los préstamos ICO descendió en 2022 y su calidad crediticia empeoró. El importe dispuesto de los créditos a sociedades no financieras con aval público del Instituto de Crédito Oficial (ICO) descendió en 2022 un 11,3 %, mientras que su calidad crediticia empeoró (véase gráfico 3.1.2.2). En particular, la proporción de estos créditos que se situó en vigilancia especial fue del 19,6 % (0,8 pp menos que en diciembre de 2021), mientras que la ratio de dudosos fue del 7,1 %, debido al incremento del volumen dudoso de estos préstamos en un 78,8 % interanual, sobre todo por los que incurrieron en impago objetivo. No obstante, debe tenerse en cuenta el carácter cerrado de esta cartera, que provoca

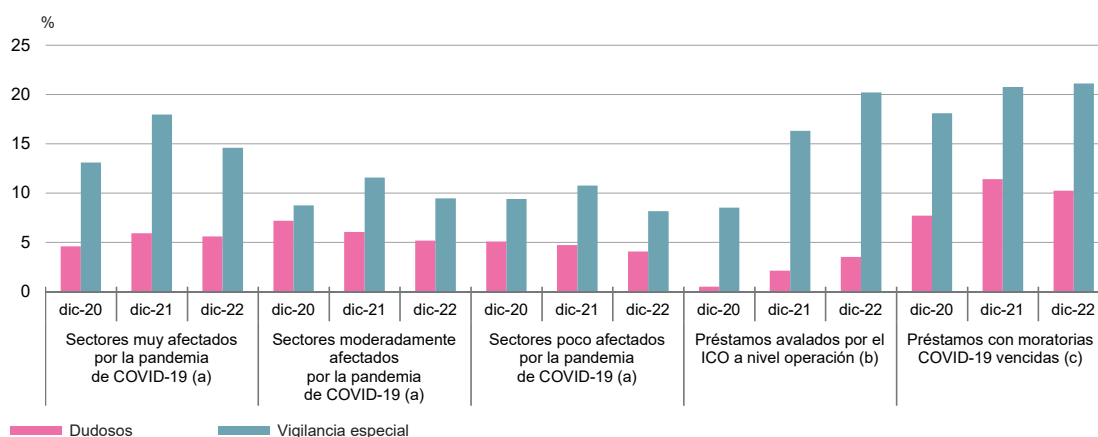
² De acuerdo con la Circular 4/2017, un crédito se clasifica en vigilancia especial cuando, aun sin haberse producido ningún evento de incumplimiento, se haya observado un incremento significativo del riesgo de crédito desde el momento de la concesión.

Gráfico 3.1.2 Activos problemáticos

1 Tasas de variación interanual de dudosos, refinanciaciones y créditos en vigilancia especial. Negocios en España, DI



2 Peso del crédito en situación dudosa y vigilancia especial. Sociedades no financieras y empresarios individuales. Negocios en España, DI



FUENTES: ICO 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 y empresarios individuales que presentan una situación de crédito dudoso o de vigilancia especial. La proporción clasificada bien en vigilancia especial o 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 sociedades no financieras, si bien estos últimos representan una fracción muy pequeña del total.

que el denominador de la ratio de dudosidad disminuya conforme se amortizan las operaciones. Se estima que este efecto contribuyó en 0,8 pp al incremento de la ratio de dudosidad. Además, también debe tenerse en cuenta el sesgo en la composición sectorial de la cartera de préstamos ICO frente al conjunto de

préstamos a empresas, dado que el programa de avales ICO COVID-19 estaba orientado a empresas más afectadas por la pandemia. Los préstamos vinculados a moratorias vencidas, por su parte, mostraron una mejora en la ratio de dudosos (1,2 pp menos, hasta el 10,2%) y un ligero incremento en la ratio de vigilancia especial (0,3 pp, hasta el 21,1%).

El crédito otorgado por las entidades de depósito españolas en el exterior creció un 10,3% en 2022, en un contexto de depreciación del euro que reforzó este crecimiento, mientras mejoró la calidad crediticia. En este año, el crédito se incrementó en la mayor parte de los países relevantes para el negocio de las entidades españolas, expandiéndose en Estados Unidos (31,5%), Brasil (27,7%), México (24,1%) y Turquía (11,2%), y descendiendo ligeramente en el Reino Unido (2,1%). La apreciación de la mayoría de estas monedas contribuyó decisivamente al incremento del crédito, dado que gran parte de la actividad se realiza en moneda local. La excepción es Turquía, donde el negocio se incrementó a pesar de la notable depreciación de su moneda. Por su parte, las ratios de dudosos evolucionaron de forma favorable en todos estos países relevantes —Reino Unido (–0,3 pp, hasta el 1,3%), México (–0,7 pp, hasta el 3,1%) y Turquía (–2,7 pp, hasta el 6,3%)—, con la excepción de Brasil, donde se incrementó sustancialmente, y de Estados Unidos, donde se mantuvo estable.

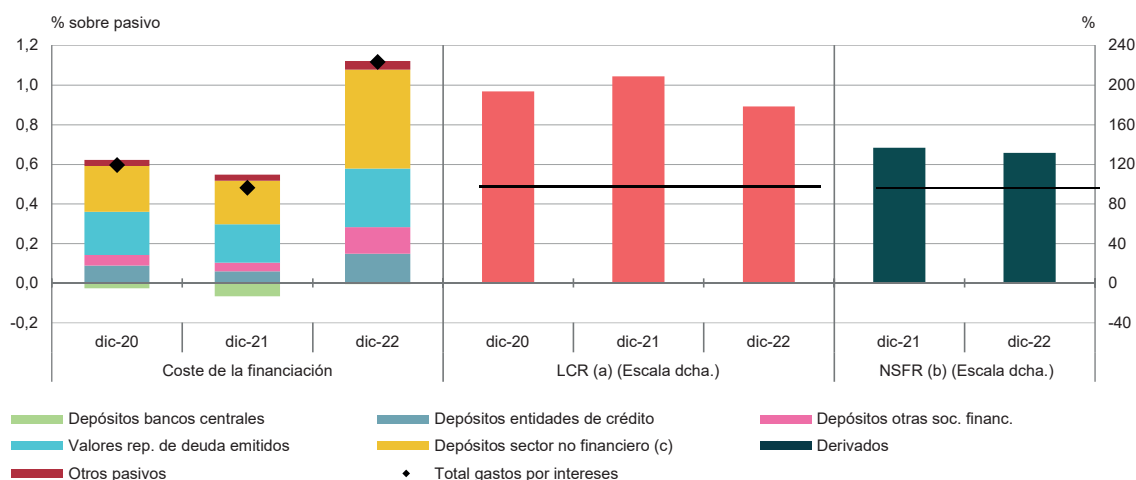
Condiciones de financiación y liquidez

El proceso de normalización de la política monetaria redujo, por primera vez en los últimos años, la liquidez proporcionada por el Eurosistema a las entidades bancarias europeas. La reducción del balance vino motivada principalmente por la amortización anticipada de un volumen considerable de préstamos de política monetaria (TLTRO-III), tendencia que se acentuará cuando el BCE deje de reinvertir los saldos vencidos de los programas de compras. Las subidas de los tipos de política monetaria se trasladaron rápidamente a los mercados monetarios, y se espera que esta alza continúe, aunque más moderadamente, en 2023.

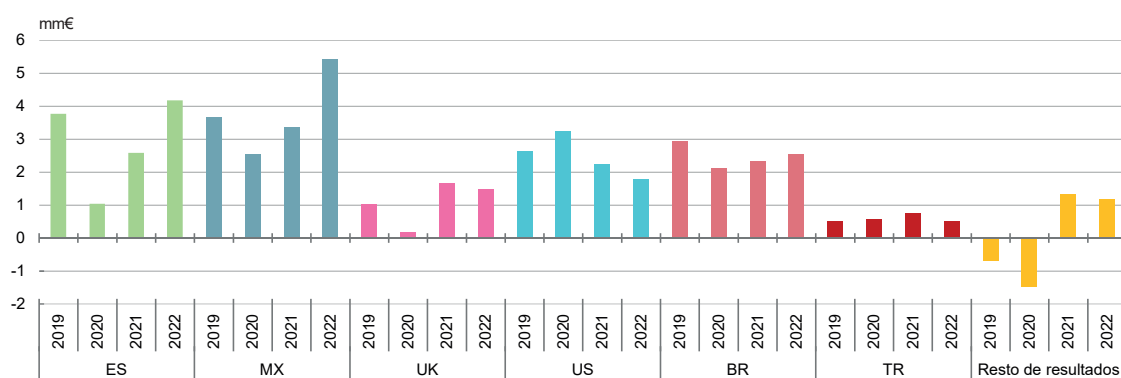
El coste de las nuevas emisiones de deuda de las entidades españolas se incrementó en 2022, con un mayor volumen de emisiones respecto al ejercicio anterior. El incremento del coste de las emisiones se explicaría por la subida de los tipos de interés libres de riesgo, así como por el incremento del número de entidades emisoras en el segmento *senior non-preferred*, posiblemente con una mayor prima de riesgo. Por su parte, el incremento en el volumen de nuevas emisiones vino impulsado por las vinculadas a deuda sénior, y particularmente de deuda sénior garantizada, que contrarrestaron el fuerte descenso registrado en el volumen de emisiones de deuda subordinada (*Tier 2* y *CoCos*). Este hecho vino motivado por el mayor coste de las segundas y porque las entidades ya habrían alcanzado en años precedentes los volúmenes de ellas requeridos por la normativa prudencial.

Gráfico 3.1.3 Evolución del coste de la financiación, ratios de liquidez y rentabilidad por geografías

1 Gastos por intereses de la financiación y ratios de cobertura de liquidez y de financiación estable neta



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



FUENTES: Banco de España e informes financieros de las entidades.

- a** La ratio de cobertura de liquidez (LCR) se define como el cociente entre los activos líquidos libres de cargas de una entidad y las salidas netas de liquidez que podrían producirse a lo largo de un escenario de tensión de 30 días naturales. La línea negra indica el nivel del 100 %, por encima del cual las entidades poseerían activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión.
- b** La ratio de financiación estable neta (NSFR) se define como el cociente entre el importe de la financiación estable disponible de una entidad y el importe de su financiación estable requerida para un período de un año. La línea negra indica el nivel del 100 %, por encima del cual las entidades poseerían financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión. Datos no disponibles para diciembre de 2020.
- c** Incluye depósitos de hogares e ISFLSH, sociedades no financieras y empresarios individuales y AAPP.
- d** De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluyen en este grupo las tres en las que esta es de más importancia y más extendida en el tiempo, y la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en el período considerado. La categoría «Resto de resultados» incluye el resultado de los centros corporativos de las entidades.

En relación con la financiación minorista, los depósitos siguieron creciendo en 2022, a un ritmo del 5,6% interanual a nivel consolidado y del 3,5% en los negocios en España, con una clara desaceleración en la parte final del año. El mantenimiento de unos niveles de remuneración reducidos pese al incremento de los tipos de interés de referencia, junto a una reducción del ahorro en el actual contexto de elevada inflación, explicaría en buena medida la moderación en el crecimiento

observada en la parte final del año, acentuada en los primeros meses de 2023. De hecho, en los negocios en España, los depósitos a la vista siguieron creciendo en 2022 a una tasa interanual del 3,8 %, frente a la contracción del 1,1 % experimentada por los depósitos a plazo debido a la reducida remuneración mantenida por estos últimos. Los depósitos procedentes de hogares se mantuvieron como la principal fuente de financiación minorista (70,6 % del total en términos consolidados y 75,9 % en el negocio en España). La ratio de préstamos sobre depósitos se mantuvo, a cierre de 2022, en niveles cercanos al 100 % para el negocio consolidado, mientras que en España se situó en el 84,5 %.

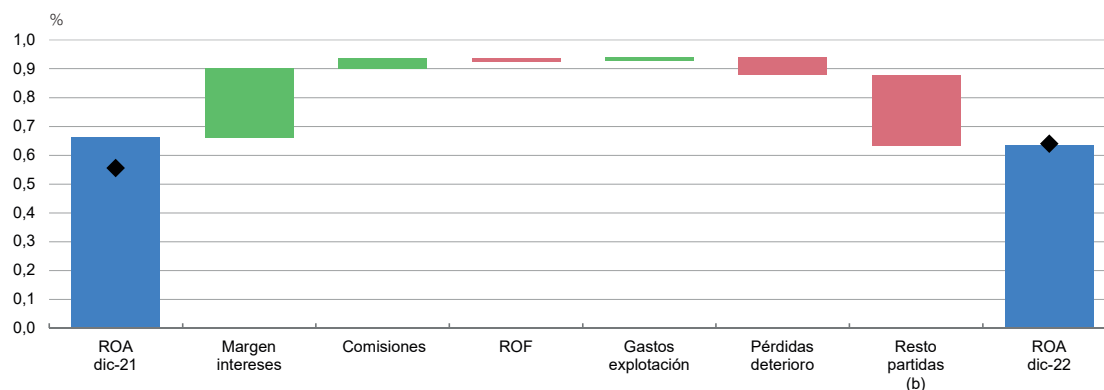
El coste medio del pasivo de las entidades españolas se incrementó en 2022 respecto a los costes históricamente bajos registrados en los ejercicios precedentes, aunque esto no afectó de forma notable a la sólida posición de liquidez de las entidades. El aumento general de los tipos de interés aplicados tanto en la financiación del Eurosistema como en los mercados monetarios y de instrumentos negociables de deuda, y también de los depósitos del sector no financiero, situó el coste medio del pasivo en 2022 en el 1,12 %, frente al 0,48 % de 2021, aunque se mantuvo ligeramente por debajo de los niveles previos al inicio de la pandemia. A pesar del mayor coste de la financiación, las entidades mantuvieron una holgada posición de liquidez para hacer frente en el corto y medio plazo a eventuales salidas de recursos ante escenarios de tensionamiento financiero. Así, a diciembre de 2022, la ratio de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) agregada para el conjunto de entidades se situó en el 178,4 %, y la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés), en el 131,4 %, ambas ampliamente por encima del umbral mínimo requerido del 100 % (véase gráfico 3.1.3.1). Por su parte, el coste de capital de los bancos españoles se redujo de forma muy notable en 2022, situándose en diciembre de ese año en el 6,6 %, 2 pp por debajo del coste registrado un año antes, lo que amortigua en parte el aumento observado en el coste del pasivo.

Rentabilidad

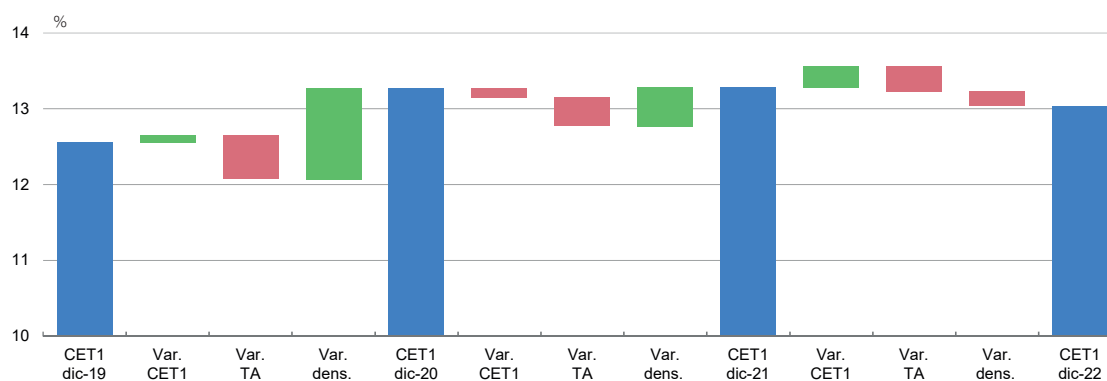
El beneficio ordinario del sector bancario español a nivel consolidado mejoró en 2022 gracias al fuerte crecimiento del margen de intereses y al buen comportamiento del negocio en Latinoamérica. El resultado neto alcanzó los 25.450 millones de euros en 2022. Este resultado es inferior al obtenido en 2021 debido a los significativos ingresos extraordinarios generados en ese ejercicio. Descontando el efecto de estos resultados no recurrentes, el beneficio obtenido en 2022 es un 18,3 % superior al generado un año antes. Así, el ROA excluidos extraordinarios se situó en el 0,64 % a cierre de 2022, frente al 0,56 % de 2021. Esta mejora del resultado ordinario vino impulsada fundamentalmente por una mejora muy notable del margen de intereses (que aumentó un 17,1 %), gracias al mayor incremento relativo de los tipos de activo frente a subidas más contenidas de los tipos de pasivo, lo que ha permitido un fortalecimiento del margen de intermediación.

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 Descomposición de la variación de la ratio de CET1. Variación del numerador y denominador (c).
Datos consolidados



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 2022 respecto a diciembre de 2021. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo los resultados extraordinarios. En particular, 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); y en diciembre de 2022: impacto neto por la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros).

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

c La ratio de CET1 se descompone por su variación de CET1, total activos (TA) y densidad (Dens.), donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre TA. Por tanto, la ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre TA x Dens. El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) a la evolución de la ratio CET1.

Los resultados ordinarios del negocio en el extranjero crecieron significativamente en 2022 (15,7%), impulsados por la fortaleza del margen de intermediación en el negocio en Latinoamérica. La mejora de los resultados obtenidos en México (con un incremento de los beneficios del 61%) y, en menor medida, en Brasil compensó las caídas en Turquía, Estados Unidos y Reino Unido. Esta evolución permitió que las entidades superaran en 2022 los niveles de beneficios de su actividad internacional previos al estallido de la pandemia (véase gráfico 3.1.3.2).

El crecimiento del margen de intereses antes mencionado, junto a un aumento de las comisiones netas del 7,9% interanual, propició una expansión del

margen bruto consolidado de las entidades del 11 % en 2022. Esta mejora en la parte alta de la cuenta de resultados permitió compensar unos mayores gastos de explotación ordinarios (5,7 %) y el aumento de las dotaciones por deterioro (19,7 %), fundamentalmente en la actividad internacional de las entidades (véase gráfico 3.1.4.1).

Solvencia

En 2022, la ratio de CET1 disminuyó 25 pb, tras haber aumentado en los dos años previos (véase gráfico 3.1.4.2). La variación de la ratio se puede descomponer en las contribuciones del CET1 (capital ordinario de nivel 1), en su numerador, y de APR (activos ponderados por riesgo), en su denominador, que a su vez se puede descomponer como el producto del total de activos y la densidad del APR (ratio de estos sobre el total de activos), resultando así en tres factores. En consecuencia, pese al aumento del 2,1 % del capital CET1 en 2022, la ratio de CET1 disminuyó debido a un aumento del 2,6 % en el total de activos y a un aumento de 53 pb de la densidad del APR en 2022. Cabe señalar, no obstante, que la ratio de CET1 de los bancos españoles experimentó un menor descenso en relación con la de otros países europeos (por ejemplo, Francia o Países Bajos) y mantiene niveles superiores a los observados antes de la pandemia.

La variación de la ratio de CET1 en 2022 fue heterogénea entre entidades.

Para las tres entidades de mayor tamaño, que representan el 76 % del volumen de APR en diciembre de 2022, se observó una disminución de la ratio de CET1 media (ponderada por APR) de 33 pb durante el último año. Por otro lado, en las restantes entidades se registró un aumento interanual de 8 pb de la ratio de CET1 media (ponderada por APR). Con carácter general, las entidades españolas cuentan con un margen amplio de colchón de capital voluntario, que les permite hacer frente a escenarios macroeconómicos muy adversos sin que exista una disrupción importante del flujo de crédito hacia la economía.

En todo caso, el sector bancario debe afrontar el escenario futuro con prudencia. El significativo incremento de los tipos de interés observado durante 2022 no ha venido acompañado en dicho período por la materialización de los potenciales riesgos asociados. Así, las entidades han mejorado su margen de intermediación, la calidad crediticia de su cartera se ha conservado en gran medida y las posiciones de solvencia y liquidez siguen siendo sólidas. No obstante, la perdurabilidad de esta evolución favorable no puede darse por segura, sobre todo ante la persistencia de las tensiones inflacionarias y geopolíticas, que podrían llegar a erosionar el balance y la cuenta de resultados, con efecto sobre la solvencia y la liquidez. Por ello, es clave que las entidades bancarias, sin renunciar a mantener un adecuado flujo de crédito a los proyectos solventes, observen una política prudente de planificación de provisiones y de capital, de forma que parte del incremento de los beneficios que se está produciendo en el corto plazo se destine a aumentar la capacidad de resistencia del sector ante eventos no previstos.

Análisis y medidas macroprudenciales

El Banco de España mantuvo inalterado durante 2022 el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA)³ aplicable a las exposiciones crediticias situadas en España en el nivel mínimo del 0 %. El surgimiento de presiones inflacionistas, iniciadas en un contexto de tensiones en los mercados energéticos e incertidumbre sobre el suministro de gas ruso a la UE, junto con tensiones geopolíticas globales y el endurecimiento de las condiciones financieras, aumentó considerablemente los riesgos a la baja sobre la actividad económica. Para evitar efectos macroeconómicos indeseados, el Banco de España continuó con su intención, anunciada en 2020 al inicio de la pandemia de COVID-19, de no incrementar el porcentaje de este instrumento. Esta orientación de la política macroprudencial ha tratado de evitar las posibles dinámicas procíclicas que su activación hubiera podido ocasionar en un entorno de elevada probabilidad de materialización de riesgos⁴.

El análisis trimestral de un conjunto amplio de indicadores macrofinancieros respaldó las decisiones del Banco de España sobre el mantenimiento del CCA en el 0 % en 2022. El principal indicador de referencia para estas decisiones es la denominada «brecha de crédito-PIB», que mide la distancia entre el endeudamiento agregado de la economía (ratio de crédito sobre PIB) y su tendencia de equilibrio de largo plazo⁵. Este indicador descendió hasta situarse ligeramente por debajo del nivel de referencia de 2 pp, lo que indicaría ausencia de desequilibrios en el ciclo de crédito (véase gráfico 3.1)⁶. La evolución favorable de la actividad económica tras la importante contracción que supuso el COVID-19 y la moderación del crecimiento del crédito, tras su aumento durante la pandemia, favoreció la corrección de los desequilibrios producidos durante la pandemia sobre este indicador.

Las decisiones sobre el CCA también atienden a otros indicadores relacionados con la posición cíclica de la economía. En particular, el indicador conocido como «brecha de producción», que mide la distancia entre el crecimiento efectivo y el nivel que se podría alcanzar sin que aumente la inflación, continuó en 2022 la recuperación iniciada en 2021, aunque se mantuvo en niveles negativos (véase gráfico 3.1), lo que también apoyaría el mantenimiento del CCA en el 0 %. El análisis se complementa con otros indicadores sobre desequilibrios crediticios y

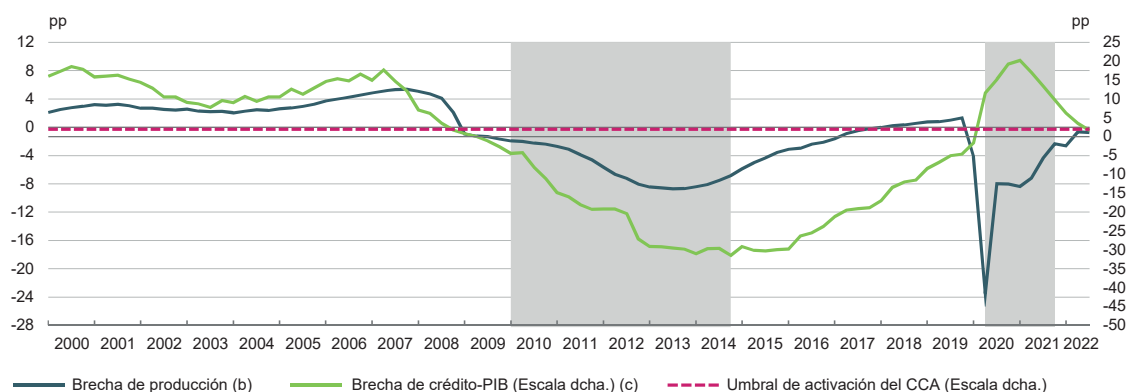
³ Véase la sección macroprudencial del sitio web del Banco de España, donde se muestra la información metodológica relevante para la fijación del colchón de CCA que sustenta los anuncios de medidas sobre este instrumento.

⁴ En particular, un endurecimiento de la política macroprudencial podría tener efectos procíclicos en un entorno de alta incertidumbre como el actual, ya que, al aminorar la provisión de financiación, podría frenar el crecimiento económico, agravando las consecuencias de una eventual materialización de riesgos.

⁵ Calculada mediante un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola.

⁶ El mantenimiento al 0 % del CCA se ve también apoyado por la evolución de la brecha de crédito-PIB bajo la especificación técnica del Comité de Basilea (cuyo filtro utiliza un parámetro de suavizado mayor que el del Banco de España (400.000 en lugar de 25.000).

Gráfico 3.1.5 Brechas de producción y de crédito-PIB, 2000-2022 (a)



FUENTES: INE y Banco de España.

- a** Las áreas sombreadas muestran dos períodos de crisis: La última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis desencadenada a raíz del COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal punteada representa el umbral de activación del CCA igual a 2 pp de la brecha crédito-PIB.
- b** La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial. Valores calculados a precios constantes del año 2010 [para más detalles, véase Pilar Cuadrado y Enrique Moral-Benito (2016), «El crecimiento potencial de la economía española», Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España].
- c** La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta a los ciclos financieros observados en España históricamente [para más detalles, véase Jorge E. Galán (2019), «Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited», Documentos Ocasionales, n.º 1906, Banco de España].

de precios del sector inmobiliario, que, si bien se mantuvieron en valores positivos en 2022, continuaron próximos a los niveles de equilibrio, o ausencia de alertas, hacia los que habían convergido durante los años previos⁷. El Banco de España ha continuado haciendo en 2023 un seguimiento estrecho de la situación, con particular atención a los desarrollos del mercado inmobiliario.

En 2022, el Banco de España realizó la revisión anual de la lista de entidades de crédito españolas de importancia sistémica. El Banco de España identifica las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y de importancia sistémica nacional, denominadas «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS) a partir de criterios objetivos que atienden a variables de tamaño y modelo de negocio de las entidades⁸. A las entidades identificadas se les exige un requerimiento adicional de capital para reforzar su resiliencia, mitigar los efectos adversos que pudieran llegar a ocasionar al

⁷ 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 Christian Castro, Ángel Estrada y Jorge Martínez (2016), «The Countercyclical Capital Buffer in Spain: An Analysis of Key Guiding Indicators», Documentos de Trabajo, 1601, Banco de España. Para una perspectiva histórica de la evolución cíclica del crédito bancario en España, véase Mikel Bedayo, Ángel Estrada y Jesús Saurina (2018), «Bank Capital, Lending Booms and Busts. Evidence from Spain in the last 150 years», Documentos de Trabajo, 1847, Banco de España.

⁸ En concreto, se emplean indicadores relacionados con el tamaño del balance, el grado de interconexión con el sector bancario y con el sistema financiero no bancario, la sustituibilidad de los servicios prestados por la entidad, la complejidad de las actividades realizadas o el volumen de actividad transfronteriza. Los indicadores utilizados en las metodologías de identificación de EISM y OEIS son similares.

Cuadro 3.1.1 Colchones de capital para entidades sistémicas en 2022

Código LEI	Entidad	Designación (b)	Colchón de capital exigido en 2022 (%)	Colchón de capital exigido en 2023 (%)
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	0,375	0,5
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25	0,25

FUENTE: Banco de España.

a El código LEI denota el Identificador de Entidad Jurídica (*Legal Entity Identifier*, en inglés).

b El acrónimo EISM se refiere a Entidades de Importancia Sistémica Mundial; OEIS, a Otras Entidades de Importancia Sistémica.

sistema financiero a escala global o nacional y promover una asunción más prudente de riesgos.

El último análisis de las entidades de importancia sistémica volvió a deparar la identificación de una EISM y cuatro OEIS, de las que se revisaron los colchones macroprudenciales de capital. En julio de 2022, el Banco de España anunció⁹ la designación de cuatro OEIS con sus colchones macroprudenciales de capital asociados en 2023, mientras que en diciembre de 2022 se comunicó la identificación de una EISM con su requerimiento correspondiente a 2024¹⁰. Los colchones aplicables en 2022 a las entidades sistémicas (véase cuadro 3.1.1) habían sido previamente anunciados en 2020 (EISM) y en 2021 (OEIS). Los colchones exigibles en 2022 se mantuvieron inalterados para tres de las cuatro entidades identificadas como OEIS. Únicamente en el caso de una entidad (CaixaBank, SA), su colchón de capital exigido alcanzó el 0,375% en 2022, pasando a suponer el 0,5 % de sus activos ponderados por riesgo en 2023 como consecuencia de su fusión por absorción con Bankia, SA, en marzo de 2021¹¹.

3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas

Mercados de valores

La evolución de los mercados financieros en España en 2022, al igual que en el resto del mundo, estuvo condicionada por el escenario de tipos de

⁹ Véase «El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2023», nota de prensa del 22 de julio de 2022.

¹⁰ Véase la nota de prensa publicada por el Banco de España el 16 de diciembre de 2022.

¹¹ Este cambio en la calibración del colchón fue anticipado en el anuncio que realizó el Banco de España en 2021. Véase la nota de prensa del Banco de España de 29 de julio de 2021.

interés al alza y menor crecimiento económico como consecuencia del fuerte incremento de los precios y los efectos de la guerra de Ucrania. El comportamiento de los mercados de renta variable españoles fue negativo (el IBEX 35 retrocedió un 5,6%), aunque fue relativamente mejor que el de otros mercados de nuestro entorno, que en su mayor parte cerraron el ejercicio con caídas superiores al 10 %. Este mejor comportamiento relativo del índice español, insuficiente para cerrar la brecha acumulada tras tres ejercicios consecutivos más desfavorables, tuvo su origen en el buen comportamiento del sector bancario, así como de los sectores energético y las *utilities* (que cuentan con una mayor relevancia en el índice español), frente a las compañías cíclicas y del sector tecnológico, que se vieron más afectadas por las caídas y que presentan menor ponderación en el índice. Los niveles de volatilidad, que transitoriamente presentaron alzas significativas tanto en la bolsa española como en los principales mercados internacionales con el estallido de la guerra de Ucrania, se mantuvieron en promedio en niveles reducidos (en torno al 20 % o inferiores¹²). Asimismo, las condiciones de liquidez¹³ se mantuvieron en niveles favorables durante todo el ejercicio, incluso en los momentos de mayores turbulencias.

La actividad emisora disminuyó de modo significativo y solo una nueva compañía se incorporó a las bolsas. El volumen de emisiones cayó de modo notable, hasta quedar en apenas 4.700 millones de euros en 2022 (un 72,6 % menos que en 2021), su volumen más bajo de los últimos años. Únicamente se incorporó a cotizar en las bolsas una sociedad (Opdenenergy), aunque el mercado alternativo BME Growth siguió mostrando gran dinamismo y admitió 15 nuevas sociedades (10 empresas en expansión y 5 SOCIMI).

La contratación de renta variable española durante el ejercicio 2022 se recuperó ligeramente, hasta alcanzar 738.600 millones de euros (un 6,4 % más). A pesar del aumento, cabe señalar que estos volúmenes son reducidos en términos históricos. El proceso de redistribución de la negociación desde el mercado regulado español hacia otros centros de negociación y mercados competidores volvió a intensificarse, al igual que sucedió en otros mercados europeos. La contratación en el mercado regulado español retrocedió un 4,6 % —hasta 315.800 millones de euros—, mientras que en los centros de negociación y mercados competidores avanzó un 18,9 % —hasta 386.500 millones de euros—. En consecuencia, la cuota de mercado de estos últimos se incrementó hasta el 52 % (46,7 % en 2021), su máximo histórico.

En los mercados de deuda nacionales, el rendimiento de los activos mantuvo una tendencia alcista en la primera mitad del año, que se consolidó en la segunda —al igual que sucedió en todas las economías europeas— al amparo del endurecimiento de la política monetaria del BCE. En la primera

¹² En el caso del IBEX 35, el promedio anual de este indicador fue del 18,4 %, ligeramente por encima del 15,9 % alcanzado en 2021. A cierre del año se situaba en torno al 12 %.

¹³ Evaluadas a través de la horquilla de precios *bid-ask*.

parte del año las alzas se concentraron en los tramos más largos de la curva, pero, conforme avanzaba el año y el BCE iba aplicando sucesivos incrementos en sus tipos, se extendieron a todos los tramos de la curva. En el caso de la deuda pública, los tipos cerraban el ejercicio en la referencia a diez años por encima del 3,6 %, presentando rendimientos en torno al 3 % o superiores para todos los plazos de la curva a partir de los tres años. Asimismo, la prima de riesgo se incrementó en el ejercicio desde 77 pb hasta 108 pb, al igual que sucedió con las primas de los subsectores privados de la economía, que acusaron la finalización de los programas de compras de activos de deuda por el BCE, así como las perspectivas de ralentización del crecimiento económico.

La actividad en los mercados primarios de deuda creció de modo significativo en 2022 debido al avance de las emisiones de pagarés de empresa, que casi duplicaron su volumen respecto al ejercicio anterior. El volumen de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV creció un 23,7 %, hasta alcanzar 99.108 millones de euros¹⁴, debido al fuerte crecimiento de las emisiones de pagarés que se han visto favorecidas por las medidas derivadas de la Ley 5/2021 —que exime a los emisores de la obligación de elaborar el folleto para las emisiones de pagarés con vencimiento inferior a un año— y otras adoptadas por la CNMV para simplificar y agilizar su emisión. Asimismo, las emisiones realizadas en el exterior retrocedieron un 11,5 %, hasta situarse en 112.545 millones de euros, debido a la menor actividad emisora de deuda a largo plazo. Por su parte, el importe de las emisiones de bonos ASG (con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza) se situó en 15.000 millones de euros, un 10,4 % más¹⁵. De este importe, casi 11.000 millones fueron bonos verdes. El resto de las emisiones ASG (sociales, sostenibles o vinculadas a la sostenibilidad) presentan una importancia relativa menor, pero creciente.

El intenso ritmo de endurecimiento de la política monetaria incrementó de modo significativo el riesgo de mercado de los activos en 2022. Sin embargo, este riesgo ha tendido a atenuarse levemente debido a las expectativas de ralentización del ritmo de las subidas de tipos de interés, mientras que ha aumentado la relevancia del riesgo de crédito, en un escenario de gran incertidumbre en torno al crecimiento de la actividad y, especialmente, mayores costes financieros. Además, el deseo de los inversores de preservar el valor del dinero ante el mantenimiento de las altas tasas de inflación mantiene los incentivos de estos para adquirir activos con mayores expectativas de rentabilidad y, por tanto, con mayores niveles de riesgo asociado. En este contexto, cualquier *shock* que emerja en los mercados, como, por ejemplo, el acontecido en marzo de 2023 tras la quiebra y/o adquisición de algunos bancos foráneos, puede afectar a la valoración de los distintos activos y dar lugar a importantes correcciones de

¹⁴ A este importe hay que añadir 25.283 millones de euros correspondientes a cuatro emisiones de la Sareb que fueron registradas en la CNMV, pero que tienen la consideración de deuda de las AAPP.

¹⁵ Esta cifra representa cerca del 14 % de las emisiones de deuda a largo plazo de los emisores españoles. Además, si se incluyen las emisiones de las AAPP, las emisiones totales de este tipo se situarían en 20.861 millones de euros, un 10 % menos que en 2021.

precios, que serán más intensas para aquellos activos con mayores niveles de riesgo, lo que podría favorecer la aparición de espirales de contagio.

Las infraestructuras financieras de contratación y poscontratación de valores domiciliadas en España desarrollaron sus actividades en 2022 sin incidencias significativas. A nivel de la UE tampoco hubo incidentes relevantes entre las entidades de contrapartida central (ECC) durante el período. A pesar de la incertidumbre, especialmente a principios de año, las ECC de la UE, por medio de sus correspondientes organismos supervisores, comunicaron a sus respectivos colegios, de los que la CNMV forma parte, sus procedimientos de gestión de riesgos ante el entorno de volatilidad, así como el impacto en peticiones de garantías y resultados de las pruebas de validación de los modelos. No hubo incidentes relevantes durante todo el período.

Por otra parte, la CNMV llevó a cabo en 2022 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 SA e Iberclear). Con respecto a la primera de ellas, las principales magnitudes de control de riesgos se vieron muy afectadas por el incremento de los precios de la electricidad y el gas natural. Esta tendencia de los precios, que había comenzado en 2021, se vio acelerada por los efectos de la guerra de Ucrania, principalmente en los meses de febrero y marzo, coincidiendo con las primeras semanas del conflicto, y posteriormente, en los meses de agosto y septiembre, por las políticas de aprovisionamiento de gas de la UE de cara al invierno.

La ECC española, BME Clearing, ya había activado en 2021 diversos mecanismos de protección adicionales en el segmento de energía que estaban vigentes durante la invasión de Ucrania, si bien desde ese momento fueron reforzados o ampliados. No se produjeron incidencias en el depósito de garantías por parte de los miembros, ni debidas al incremento de las garantías de posición a cierre de sesión por el incremento de la volatilidad registrada en los precios ni debidas al incremento de solicitudes intradía o extraordinarias. De hecho, algunos miembros depositaron excesos de garantía o garantías de refuerzo por iniciativa propia a fin de reducir la carga operativa ante potenciales requerimientos extraordinarios. El tamaño del fondo de garantía frente a incumplimientos del segmento de energía aumentó en más de 2,3 veces desde su nivel de principios de año y en casi 2,7 veces las garantías requeridas a los participantes en dicho segmento.

En junio de 2022 entró en vigor, por un período de 12 meses, la normativa que regula los precios diarios de electricidad en España y Portugal. Debido al nuevo tope regulatorio a los precios de gas para la casación (entre 40 y 50 EUR/MWh), se ha observado que el Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL) ha registrado niveles de precios y de volatilidad inferiores a los registrados en otros mercados europeos.

El nuevo repunte de volatilidad en los mercados registrado a finales de agosto avivó el debate en el seno de la UE sobre el impacto que el depósito de garantías tenía sobre los participantes no financieros en los mercados de la energía. La Comisión Europea instó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en coordinación con la JERS, a evaluar una batería de medidas destinadas a aliviar las tensiones de liquidez en los participantes no financieros, entre las que se incluyó la flexibilización de los criterios de admisión de colateral por parte de las ECC, en concreto, permitiendo temporalmente a los miembros compensadores que no fuesen entidades financieras la posibilidad de depositar avales bancarios no totalmente respaldados por garantías reales como colateral, bajo determinadas circunstancias. Esta propuesta fue finalmente aprobada, mediante el Reglamento Delegado 2022/2311, permitiéndose hasta noviembre de 2023 el depósito de dichos avales bancarios como colateral. Dicha posibilidad se restringe a los miembros compensadores, lo cual hace que en aquellos mercados con un modelo de compensación indirecta, como el español, la medida tenga efectos casi imperceptibles en la práctica.

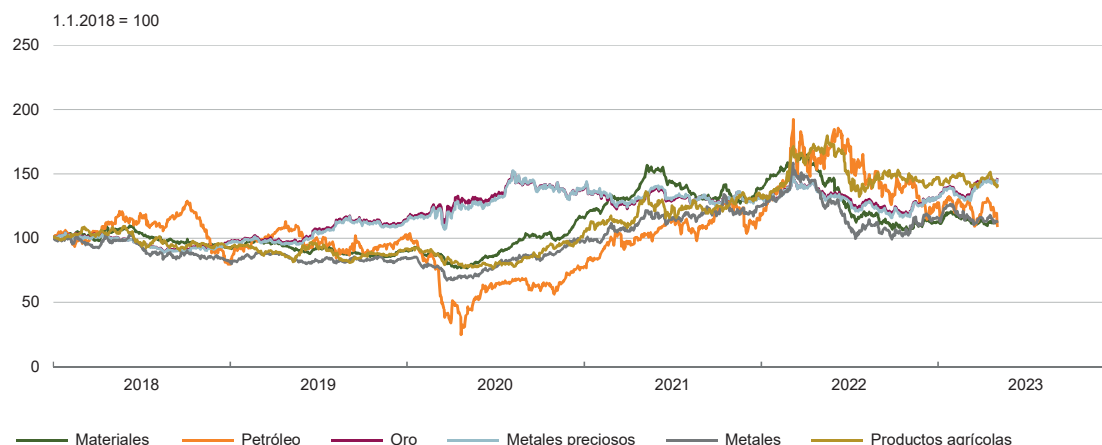
Finalmente, en relación con el depositario central, Iberclear, en febrero de 2022 entró en vigor el régimen de disciplina en la liquidación. No se produjeron incidencias significativas. Según datos de Iberclear, bajo el nuevo régimen de penalizaciones, se impusieron algo más de un millón de penalizaciones (suma del número diario de instrucciones de liquidación penalizadas) por un importe total ligeramente inferior a 94 millones de euros.

Mercados de materias primas y divisas

La guerra de Ucrania agravó el encarecimiento de las materias primas que había comenzado en 2021 debido, parcialmente, a los reajustes en la oferta y la demanda tras la pandemia. El inicio de la guerra en los primeros meses de 2022 agravó, en particular, el encarecimiento de las materias primas básicas para la producción de energía, como son el gas o el petróleo, de las que Rusia es uno de los mayores productores mundiales. El precio de otras materias primas, como, por ejemplo, aquellas relacionadas con la agricultura, también experimentó un aumento muy acusado, en un entorno de elevada volatilidad de los precios. Durante la segunda mitad de 2022 se observó un descenso de los precios de las materias primas, si bien a final de año sus niveles seguían estando por encima, en términos generales, de los observados a mediados de 2021.

En el ámbito de los mercados de divisas, las expectativas de los inversores sobre el ciclo de política monetaria de la Reserva Federal provocaron una apreciación generalizada del dólar estadounidense. En concreto, el euro se debilitó un 5,7 % frente al dólar estadounidense (USD) durante 2022, pasando de un tipo de cambio de 1,1374 USD/EUR a un tipo de 1,0726 USD/EUR a cierre del año, si bien llegó a cotizar por debajo de la paridad con un mínimo de 0,9589 USD/EUR. La libra esterlina (GBP) se depreció un 8,38 % frente al dólar, pasando de un tipo de cambio de 1,3532 USD/GBP a un tipo de 1,2398 USD/GBP a cierre del año, y

Gráfico 3.2.1 Evolución del precio de las principales materias



FUENTE: Refinitiv Datastream.

NOTA: Metales preciosos: oro, plata y platino; metales: aluminio, cobre, zinc, níquel y plomo; materiales: materias primas de origen agrícola, metales no ferrosos, mineral de hierro y chatarra de acero.

llegando a perder un 21 % de su valor durante las turbulencias de los fondos de pensiones británicos en octubre de 2022. El yen japonés, por su parte, perdió un 12,64 % de su valor frente al dólar. El real brasileño fue la única divisa, de entre las de mayor uso, en apreciarse frente al dólar estadounidense en 2022.

3.3 Intermediación financiera no bancaria

El volumen de activos que conforman la denominada «medida estrecha»¹⁶ de las actividades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España se situó en 2022 en 309 mm de euros, un 6,2 % menos que en 2021¹⁷. A pesar de este descenso, la relevancia de la IFNB en el conjunto del sistema financiero se mantuvo prácticamente constante, al pasar del 5,9 % al 6,0 %, pues otros segmentos suyos también se contrajeron en 2022. Destacaron los descensos de los activos del banco central (–18,4 %) y de las compañías de seguros (–13,5 %). La relevancia de la IFNB en España es algo inferior a la que se observa en la mayor parte los países de la UE, donde oscila entre el 7 % y el 12 % del sistema financiero total¹⁸.

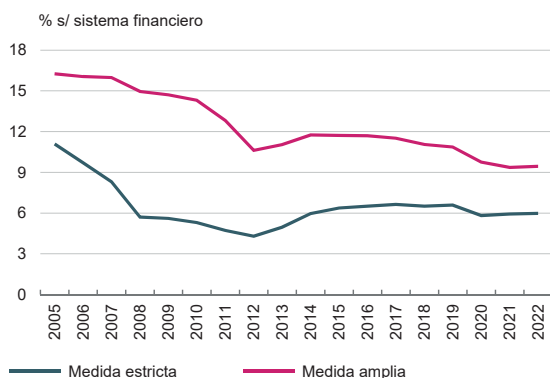
¹⁶ Se entiende como medida amplia de la IFNB el conjunto de todas las entidades que cumplen con una de las funciones económicas descritas por el FSB, mientras que la medida estrecha se obtendría detrayendo de estas las entidades que consolidan en un grupo bancario.

¹⁷ La CNMV publica con carácter anual un informe detallado al respecto («Monitor de la intermediación financiera no bancaria»).

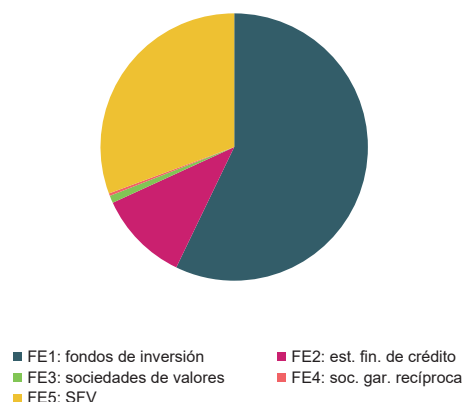
¹⁸ Según el último informe publicado por el FSB con datos correspondientes a 2021, la medida estrecha de la IFNB en los países analizados se situaba, en términos agregados, en el 14,1 % del sistema financiero total, siendo muy similar el porcentaje para las economías avanzadas y para las emergentes. Véase FSB (2022), «Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022», de 20 de diciembre, y también ESRB (2022), «EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022», publicado en el mes de julio.

Gráfico 3.3.1 Intermediación financiera no bancaria (2022)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Funciones económicas (medida amplia)



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

La medida de la IFNB se obtiene a partir de los activos financieros de las entidades que se pueden encuadrar dentro de una de las cinco funciones económicas definidas por el FSB¹⁹ y que no están relacionados con el sector bancario. Estas funciones son: (FE1) vehículos de inversión colectiva cuyas características les 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 plazo o financiación garantizada; (FE4) entidades que realizan una actividad de facilitación a 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», con un importe que se situó en 2022 en 488 mm de euros, lo que supone un descenso del 6,1% en relación con el año anterior. 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 están compuestos por determinadas tipologías de IIC. El 31% de los activos pertenece a entidades de la quinta función, la siguiente en relevancia, formada por titulizaciones. El 12% restante se reparte entre entidades de la función económica 2 (establecimientos financieros de crédito), con un 11%, dejando la relevancia de las funciones 3 y 4 en un escaso 1%.

La medida estrecha de la IFNB, cuyo cálculo precisa detraer los activos de estas entidades que consolidan en grupos bancarios, se situó en 309 mm de euros, como ya se ha comentado. El cálculo supone una detracción de activos cercana a 180 mm de euros. La consolidación es un proceso que no afecta a todas las funciones económicas por igual. No afecta, por ejemplo, a la función más relevante (FE1), pero sí a las titulizaciones (FE5), cuyos activos se vieron

¹⁹ Véase FSB (2013), «Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities», de 29 de agosto.

disminuidos en un 87 % tras este procedimiento. También es considerable la proporción de los activos que se detraen de las entidades pertenecientes a la FE2 (establecimientos financieros de crédito), con un 84 % en 2022. Estas diferencias hacen que la relevancia de la FE1 (IIC) dentro de la medida estrecha de la IFNB se incremente desde el 57 % hasta el 90 %, mientras que la de las titulizaciones se reduzca hasta el 6 %. El 4 % restante se reparte entre las demás funciones. Cabe señalar que la relevancia de la FE1 dentro de la IFNB, a pesar de haberse mantenido prácticamente constante en 2022, ha mostrado un incremento progresivo desde 2010, cuando se situaba en el 60 %.

El análisis de los potenciales riesgos asociados a las entidades de la IFNB se centra, por la relevancia de sus activos, en los fondos de inversión²⁰ y en las titulizaciones. En el caso de los fondos de inversión, se considera que uno de los mayores riesgos que estas instituciones pueden suponer para la estabilidad financiera están asociados a la imposibilidad de atender un aumento significativo de sus necesidades de liquidez. Estas necesidades pueden originarse por un aumento súbito del volumen de reembolsos de los partícipes o por una exposición significativa en derivados. Por ello, los análisis de las condiciones de liquidez de las carteras de los fondos y del apalancamiento (vía derivados) continúan siendo la base del análisis de riesgos de estas instituciones. Además, en 2022, se estimó necesario expandir el análisis de riesgos a otros ámbitos, por ejemplo, al riesgo de tipo de interés, con el fin de identificar posibles vulnerabilidades ante el sustancial cambio del contexto financiero que se estaba produciendo²¹. En cuanto a las titulizaciones, es, *a priori*, más relevante —teniendo en cuenta, además, su elevada interconexión con otras partes del sistema financiero— valorar el riesgo de transformación de vencimientos, que en el caso español sigue sin apuntar a ninguna vulnerabilidad reseñable²².

La estimación del apalancamiento de los fondos más relevantes de la FE1²³ revela que la exposición al riesgo de mercado de estas instituciones continúa muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación. La evaluación se realiza sobre el apalancamiento indirecto de las entidades, es decir, mediante el uso de derivados, pues el endeudamiento financiero (apalancamiento directo) está muy restringido por la regulación²⁴. De esta forma, el análisis de las

²⁰ Forman parte de la IFNB todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable. De los vehículos pertenecientes a la IFNB, a finales de 2022 el 89,1 %, en términos patrimoniales, eran armonizados (cumplían con la normativa UCITS), mientras que el restante 10,9 % eran no armonizados (fondos de inversión alternativa).

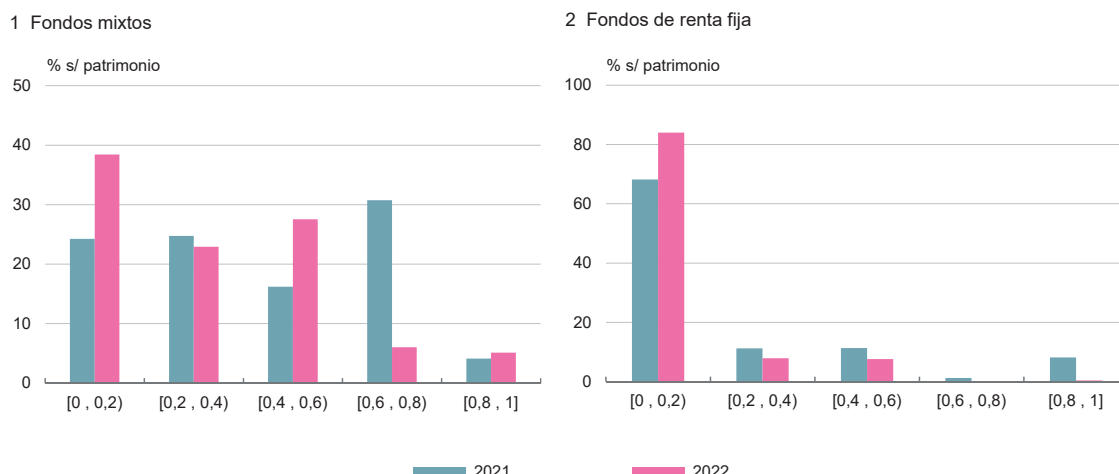
²¹ El análisis de la cartera de los fondos con mayores inversiones en activos de renta fija reveló unos niveles de duración relativamente reducidos en 2022 (0,19 en fondos monetarios, 0,53 en renta fija a corto plazo, 2,32 en renta fija euro y 3,14 en renta fija internacional) y menores que los de 2021.

²² En 2022 los activos y pasivos a corto plazo solo representaban el 21,9 % y el 14,4 % del balance, respectivamente, unas cifras ligeramente inferiores a las del año anterior (22,7 % y 15,4 %).

²³ La evaluación del apalancamiento y la liquidez de los fondos de inversión de la IFNB se realiza sobre los fondos de renta fija y los fondos mixtos, que son los más importantes dentro de la FE1, pues concentran un 91 % de los activos de esta función.

²⁴ 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.

Gráfico 3.3.2 Apalancamiento de los fondos mixtos y de renta fija (2022) (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.

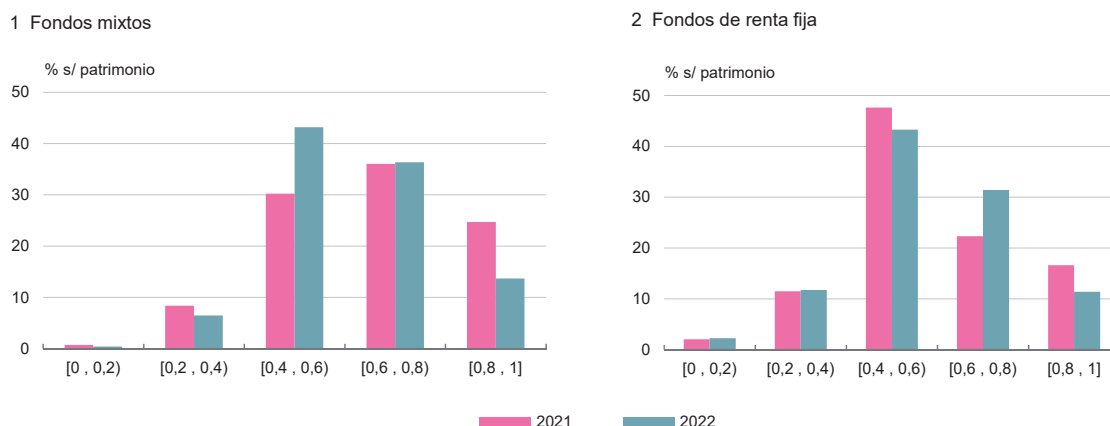
instituciones de inversión colectiva (IIC) pertenecientes a la IFNB y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso²⁵ (91,5 % del total en términos patrimoniales²⁶), muestra que la exposición neta al riesgo de mercado suponía a cierre de 2022 el 23,4 %²⁷ de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2021 (35 %) y que 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 fija que siguen el método del compromiso muestra que la exposición neta al riesgo de mercado, según esta metodología, era inferior al 20 % en el 84 % de los fondos de renta fija y el 38,4 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 0,4 % y un 5,1 % del patrimonio, respectivamente, correspondían a fondos con valores de exposición a este riesgo en cierta medida elevados, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio.

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

26 El 8,5 % del patrimonio restante corresponde a IIC que: i) tienen un objetivo concreto de rentabilidad en términos fijos que consiguen con inversión directa en renta fija y sin recurrir a instrumentos derivados (2 %); ii) tienen una exposición al riesgo de mercado calculada según la metodología VaR (4,5 %), o iii) son fondos estructurados que operan en derivados con la finalidad de conseguir un objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento a los que se les exige de enviar información sobre su exposición calculada de acuerdo con el método de compromiso (2 %).

27 Este porcentaje incluye la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC, estimada en un 13 % del patrimonio.

Gráfico 3.3.3 Condiciones de liquidez de los fondos mixtos y de renta fija (2022) (a)



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Distribución de los fondos en función de su ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA).

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias en 2022, observándose una ligera mejora en relación con el año anterior. La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el ámbito de estos fondos, ya que la mayoría de estas instituciones permite reembolsos con carácter diario. De esta forma, la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés²⁸), que tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias²⁹, se situó en el 31,9% en los fondos mixtos (30,1% en 2021) y en el 56,7% en los de renta fija (54% un año antes). Es importante señalar que esta métrica no incorpora la valoración de la liquidez de las inversiones en otras IIC, que asume como de menor liquidez, por lo que la ratio estimada puede considerarse como una medida muy conservadora de ella. Por esta razón, para realizar un análisis individualizado de la liquidez se ha considerado eliminar esta inversión en el total de activos financieros. Así, se observa que la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos de alta calidad que superaba el 40%, con tan solo un 6,8% de los fondos mixtos y un 14% de los de renta fija (en términos patrimoniales) cuya ratio era inferior a este umbral (véase gráfico 3.3.3). 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 2,3% del patrimonio de los fondos de renta fija y el 0,4% del de los fondos mixtos.

²⁸ High Quality Liquid Assets.

²⁹ 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%. Para mayor detalle, véase el artículo «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión» (*Boletín Trimestral de la CNMV II-2020*), elaborado por Javier Ojea.

Las pruebas de resistencia realizadas continúan apuntando, en general, a 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. Dichos ejercicios, que se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, siguen una metodología propuesta por ESMA (en el marco de trabajo de STRESSI³⁰) y posteriormente ampliada por la CNMV³¹. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de diciembre de 2022, que contemplan diferentes escenarios de perturbaciones (*shocks*) 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, dependiendo de la vocación, hasta 16 veces más severo que el registrado en la peor semana de marzo de 2020, se identifican un total de 12 fondos que podrían experimentar problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos (1,7 % del patrimonio de la muestra total). Por vocación, 10 de esos fondos son de renta fija corporativa de alto rendimiento (26,4 % del patrimonio de esta categoría) y los 2 fondos restantes pertenecen a la categoría de fondos globales y de retorno absoluto (1 % del patrimonio).

La gestión y el control del riesgo de liquidez de las IIC continuó en el centro de los análisis y trabajos efectuados tanto por los reguladores nacionales como por otras instituciones a nivel supranacional. En este último ámbito cabe destacar la revisión de las recomendaciones que habían emitido el FSB en 2017 e IOSCO en 2018, las primeras sobre vulnerabilidades en el ámbito de la gestión de activos³² y las segundas sobre la gestión del riesgo de liquidez en el ámbito de la inversión colectiva³³. Sobre estas últimas, los resultados publicados indicaban que, de las 14 jurisdicciones evaluadas, 7 (entre ellas España) habían obtenido una calificación de cumplimiento total y el resto lo hacía de manera casi total o muy amplia³⁴. El resultado de la revisión de las recomendaciones del FSB también fue positivo, pero se indicó la necesidad de abordar ciertas vulnerabilidades en las cuatro áreas abordadas³⁵ (desajustes de liquidez, herramientas de gestión, disponibilidad de datos y pruebas de estrés).

España cumple ya en gran medida con las Recomendaciones del FSB, incluso con aquellos aspectos que se pretenden reforzar. En este sentido, la CNMV

³⁰ Véase ESMA (2019), «Stress simulation for investment funds», de 5 de septiembre.

³¹ Véase el artículo de J. Ojea-Ferreiro (2020), «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión», *Boletín Trimestral*, II-2020, de la CNMV.

³² *FSB's Policy Recommendations to Address Structured Vulnerabilities from Asset Management Activities*, enero de 2017.

³³ *IOSCO's Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. Final report*, febrero de 2018.

³⁴ *IOSCO's Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations. Final report*, noviembre de 2022.

³⁵ *FSB's Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*, diciembre de 2022.

recibe mensualmente desde hace años datos sobre las carteras de los fondos que le permiten realizar un continuo seguimiento de los riesgos de liquidez asumidos por los fondos de inversión. Además, y por lo que se refiere a las políticas y herramientas de gestión de la liquidez, la recientemente publicada «Guía Técnica 1/2022 sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva» concreta y desarrolla los principios establecidos en la Circular 6/2009 de control interno de las sociedades gestoras de IIC. En particular, especifica los criterios que se han de tener en cuenta para una adecuada política de gestión de la liquidez, tanto en la fase de diseño de la IIC como en el día a día de su actividad, y, por último, determina los criterios para una correcta aplicación de las herramientas de gestión de la liquidez, entre otras, de las antidilutivas.

En 2022, y a partir del comienzo de la guerra de Ucrania, la comunicación entre la CNMV y las sociedades gestoras potencialmente más afectadas continuó siendo prioritaria. Durante el primer trimestre del año, coincidiendo con el estallido de la guerra y la consiguiente suspensión de la contratación de los activos ligados a ambos países, cinco instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales. En ellas, la exposición a los valores suspendidos oscilaba entre un mínimo del 4,2 % y un máximo del 16,3 %. Por la parte no afectada por las suspensiones, estas instituciones continuaron atendiendo los reembolsos con normalidad.

Finalmente, en cuanto a la disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez por parte de las IIC españolas, los datos disponibles³⁶ revelan que esta es elevada. La política de la CNMV de impulso del uso activo de herramientas de gestión de la liquidez por parte de las IIC, no solo en situaciones extraordinarias sino también en condiciones normales de mercado, ha propiciado que un elevado volumen de los fondos de inversión (el 85 % del total, en términos de patrimonio) tenga establecido en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros. Asimismo, un 39 % de los fondos, en términos de patrimonio, tiene establecido, bien en folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing*. Las categorías de fondos monetarios y de renta fija son las que recurren a este último mecanismo con mayor frecuencia. Así, el 95 % de los fondos monetarios y el 55 % de los de renta fija están preparados para hacer uso de él.

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones

El sector de seguros español ha demostrado su resiliencia frente a las presiones inflacionarias y las incertidumbres en los mercados financieros exacerbadas por la invasión de Ucrania, al disponer de un colchón de capital holgado. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, la inflación y

³⁶ Datos a cierre de septiembre de 2022.

el aumento de los tipos de interés constituyen los dos factores más relevantes a la hora de evaluar los riesgos y vulnerabilidades del sector. La inflación tiene varios canales de impacto que afectan a su estabilidad:

- **Seguros generales (seguros no vida).** En particular, en las líneas de negocio que por la duración de su siniestralidad se consideran de cola larga, la inflación puede traducirse en un aumento de costes por siniestros y gastos que podría ser superior al previsto inicialmente por las entidades aseguradoras en el cálculo de sus provisiones técnicas. Además, la inflación, combinada con tipos de interés más altos, es susceptible de tener un efecto negativo en los ratios de solvencia de las aseguradoras de no vida que, con carácter natural, presentan un desajuste de duraciones positivo (la duración de sus activos es superior a la de los pasivos).
- **Seguros de vida y planes de pensiones de prestación definida.** En aquellos con brechas de duración negativas (duración del pasivo superior a la del activo), la inflación puede tener un impacto positivo porque las prestaciones suelen estar prefijadas en valores nominales.
- **Demanda de productos de seguros.** La inflación afecta a la renta disponible real, pudiendo conllevar un impacto negativo en la contratación de seguros, con consecuencias sobre la rentabilidad y, en última instancia, la solvencia de las aseguradoras. Además, en un entorno de inflación elevada se podría desencadenar un aumento en el rescate de las pólizas, ya que el debilitamiento de los ingresos reales podría llevar a algunos asegurados a acceder a sus fondos acumulados.

La aceleración de la normalización de la política monetaria con una rápida evolución al alza de los tipos de interés tiene un efecto mixto sobre la posición de solvencia de las aseguradoras. Desde el punto de vista de los *activos*, el ajuste a la baja del valor de las posiciones en renta fija como consecuencia del aumento de los tipos de interés produce un impacto negativo en las aseguradoras, ya que esta clase de activos representa una parte importante de sus inversiones. En cuanto al *pasivo*, las aseguradoras suelen beneficiarse de la subida de tipos de interés, ya que los pagos futuros a los asegurados se descuentan con tipos más altos, lo que reduce el valor de las provisiones técnicas. No obstante, los efectos finales difieren entre los negocios de vida y no vida, como se ha expuesto anteriormente, dada la distinta brecha de duración activo-pasivo, y afectan también de forma distinta a las entidades según el tipo de seguros comercializados.

El nuevo entorno de tipos de interés tiene efectos directos en la aplicación de las medidas transitorias de adaptación al régimen comunitario de la Directiva de Solvencia II³⁷. Los objetivos de las medidas transitorias sobre

³⁷ Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio.

provisiones técnicas eran garantizar una transición fluida al nuevo régimen normativo de la UE y evitar perturbaciones indeseadas en el mercado y en los productos existentes en ese momento. La situación actual de estructura de tipos de interés ha evidenciado la falta de necesidad del citado régimen transitorio, puesto que, con la nueva situación, los requerimientos financieros de Solvencia II son ya inferiores a los del régimen anterior. En este sentido, las autoridades españolas consideran esencial, desde el punto de vista de la gestión, eliminar cualquier dependencia innecesaria de las medidas transitorias, de tal manera que la posición de solvencia refleje la situación económica real de las entidades, se favorezca una adecuada valoración de riesgos y se igualen las condiciones de competencia entre las entidades.

Efectos sobre la situación financiera y la solvencia

A nivel agregado, el sector asegurador español mantuvo en el año 2022 una sólida situación financiera y de solvencia. No obstante, la ratio de solvencia sectorial disminuyó en el año 2022, pasando del 240 % al 232 %, fundamentalmente por el impacto en la valoración de los fondos propios de la disminución del valor de sus inversiones en renta fija como consecuencia de la incertidumbre en los mercados financieros y la subida de tipos de interés (véase el gráfico A1.6.7 del anejo 2).

El impacto directo sobre las aseguradoras y los fondos de pensiones españoles de las tensiones generadas por la invasión rusa de Ucrania fue muy limitado, pero los posibles efectos secundarios son más relevantes. Así, el valor del conjunto de las inversiones del sector asegurador disminuyó al cierre del ejercicio en aproximadamente un 14 %, lo que se debió fundamentalmente al impacto del aumento de los tipos de interés en las inversiones en renta fija que representa la parte más relevante de las inversiones del sector asegurador español. En el entorno de incertidumbre por las tensiones geopolíticas y de menores expectativas de crecimiento mundial, cobra relevancia la evolución potencialmente adversa para los sectores especialmente sensibles a la energía. Si bien las aseguradoras españolas no están expuestas directamente a derivados de materias primas energéticas, la exposición patrimonial a sectores sensibles a los precios de la energía y el gas es más significativa³⁸. Los bonos emitidos por empresas no financieras activas en sectores intensivos en energía representan el 13,5 % de las inversiones totales en bonos de empresas en poder de las entidades aseguradoras.

El volumen de negocio del sector asegurador, medido por la evolución de las primas devengadas brutas, creció en los ramos de vida y de no vida. El crecimiento de los ramos de no vida fue notablemente superior (6,8 %) al de

³⁸ La identificación de sectores sensibles se realiza siguiendo el criterio utilizado por el BCE (en su *Financial Stability Review* de mayo de 2022), según el cual los sectores con consumos energéticos superiores a la media en proporción a la producción sectorial se clasifican como sensibles a la energía.

los ramos de vida (3,1 %). En el negocio de seguros generales (no vida) se han recuperado ya los niveles anteriores a la pandemia, aunque no así en los seguros de vida que todavía arrastraban en 2022 los efectos de un largo período de bajos tipos de interés. Los principales ramos que sustentan este crecimiento han sido los de asistencia sanitaria, automóviles y multirriesgos, especialmente el primero de ellos, que continúa con la senda expansiva experimentada a raíz de la pandemia.

En el caso del seguro de vida, la situación macroeconómica ha propiciado la reactivación paulatina del negocio de ahorro, cuya contratación se había visto materialmente afectada por el entorno prolongado de tipos de interés bajos —e incluso negativos— de los ejercicios anteriores. Esta perspectiva positiva de recuperación del seguro de vida se ve reforzada por el hecho de que el repunte de la inflación y el aumento de los tipos de interés no se han traducido en el ejercicio 2022 en un incremento de rescates de pólizas de seguros, que incluso se han situado en niveles inferiores a los existentes con anterioridad a la pandemia, lo que reafirma la estabilidad del volumen de ahorro gestionado a través de los seguros de vida.

En lo que se refiere a la rentabilidad, teniendo en cuenta la evolución de la inflación, el sector asegurador ha mostrado una capacidad de resistencia notable por las medidas de gestión de costes adoptadas. En el caso de los ramos de no vida, las entidades continúan manteniendo una senda positiva con un resultado técnico-financiero sobre primas imputadas brutas del 7,7%, si bien las presiones inflacionarias han influido en el resultado técnico a través de un incremento de los costes de explotación. Así, la ratio combinada sectorial del conjunto de los ramos de no vida (dada por la suma de siniestralidad y gastos de explotación sobre las primas imputadas brutas) experimentó un incremento del 1,6%. Por su parte, en las entidades aseguradoras de vida se apreció una mejora del resultado técnico, medido sobre las provisiones matemáticas; es una mejora que viene fundamentalmente impulsada por el impacto de la subida de tipos de interés en el valor de sus provisiones técnicas.

El patrimonio acumulado de los fondos de pensiones, principales instrumentos de canalización del ahorro para la jubilación, mostró un cambio de tendencia en 2022. La tendencia histórica creciente del patrimonio acumulado, que alcanzó en 2021 su récord histórico, se ha visto frenada en 2022 por una cierta disminución (gráfico A1.7.4 del Anejo 2). Diferenciando por sistemas, el descenso es algo más pronunciado en el caso de los planes de pensiones individuales y asociados, con una disminución del 10 %, que en el caso de los planes de pensiones de empleo es del 9 %. En esta disminución convergen un conjunto de causas derivadas de los niveles de inflación y tipos de interés a largo plazo, y de la reconfiguración de los límites de aportación a planes de pensiones individuales, dentro del conjunto de reformas para el fomento de los fondos de pensiones de empleo.

El riesgo de liquidez ha sido uno de los focos de atención de los supervisores europeos de seguros en el ejercicio 2022. En esta ocasión, no solo por el

seguimiento de los rescates de pólizas —fuente tradicional de tensiones de liquidez en el sector asegurador—, sino también por el impacto que la situación de los mercados financieros tiene sobre el uso de instrumentos derivados por parte de las entidades aseguradoras, principalmente para cubrir el riesgo de tipos de interés derivado en los largos vencimientos de sus pasivos. En el primer y segundo trimestre de 2022, el tipo de interés sin riesgo, aproximado por el tipo sin riesgo a diez años utilizado por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés), aumentó en casi 200 pb, lo que representa el cambio más drástico desde la introducción de Solvencia II en 2016. En el caso de los derivados de tipos de interés, fundamentalmente permutas financieras, una subida de tipos de esta magnitud expone a un aumento de los colaterales exigidos, con el consiguiente incremento de los pagos de márgenes en efectivo cuando suben los tipos sin riesgo en el caso de que las aseguradoras hayan contratado el pago de tipo variable y obtengan el tipo fijo.

En el Reino Unido, el anuncio de políticas fiscales expansivas sin financiación en septiembre de 2022 provocó un aumento repentino y material de la prima de riesgo de la deuda pública británica. Los sectores más expuestos respondieron a las peticiones de mayores colaterales con la liquidación de inversiones, como los bonos soberanos a largo plazo, que en un mercado a la baja tuvo efectos procíclicos. En paralelo, la JERS había acordado emitir el primer aviso general sobre vulnerabilidades en el sistema financiero de la UE, en el que se alertaba del significativo aumento de la probabilidad de que se materialicen escenarios de riesgos de cola (véase el capítulo 5).

En respuesta a esta situación, la DGSFP ha realizado una monitorización continua de los riesgos. Los sectores de seguros y pensiones de España han demostrado ser menos vulnerables a tales riesgos, siendo las principales razones de ello que los instrumentos financieros derivados utilizados por las entidades aseguradoras españolas para garantizar el pago de sus obligaciones no son generalmente de tipo variable por fijo, sino fijo por fijo; que las peticiones de colaterales adicionales no se tienen que atender con efectivo, sino que es posible acudir a otros activos líquidos, y que la elevada disponibilidad de sus activos permite hacer frente a las potenciales exigencias de aumento de colateral.

Sin perjuicio del papel central de la supervisión prudencial para el mantenimiento de la estabilidad del sector asegurador y de fondos de pensiones, resulta necesario reforzar la monitorización de las conductas de mercado. En este sentido, cabe destacar las actuaciones que se han realizado en materia de seguros de protección de crédito. Así, EIOPA, con el apoyo de las autoridades supervisoras nacionales, ha llevado a cabo una [revisión temática](#) sobre el funcionamiento del mercado europeo de productos de seguro de protección crediticia comercializados a través de bancos (que actúan como intermediarios de seguros) y sobre en qué medida logran ofrecer resultados adecuados y justos a los consumidores. La revisión temática se centró en la identificación de posibles fuentes de riesgo de conducta en perjuicio del consumidor, con el fin

de permitir a EIOPA y a las autoridades nacionales adoptar las medidas de supervisión pertinentes en caso necesario. Si bien se reconocen las diversas ventajas de los seguros de protección crediticia, la revisión temática ha puesto de manifiesto riesgos significativos para los consumidores, como la oferta limitada de productos; las dificultades para comparar, cancelar o cambiar de producto; la falta de consideración de las preferencias de los consumidores en el diseño de los productos; los problemas con las prácticas de venta; la alta rentabilidad para las entidades en comparación con el valor para los clientes, y las cuestiones referentes a conflictos de interés.

En este contexto, EIOPA publicó en septiembre de 2022 un aviso a las aseguradoras y los bancos comercializadores de seguros de protección crediticia. En su comunicado, EIOPA pide a las aseguradoras y a los bancos que actúan como distribuidores de seguros que garanticen que los productos de protección crediticia ofrecen un valor justo a los consumidores, tomando medidas para resolver los problemas relacionados con las elevadas remuneraciones pagadas por las aseguradoras a los distribuidores de seguros por la venta de productos de seguro de protección crediticia y evitando que surjan conflictos de interés perjudiciales en el contexto de los modelos de negocio de banca-seguros. Siguiendo el aviso de EIOPA, la DGSFP hizo público un [comunicado](#) en el que traslada a las aseguradoras y operadores de banca-seguros del mercado español la necesidad de revisar su actividad en el ámbito de los seguros de protección de pagos vinculados al crédito con el objetivo de adecuar su actividad a la legislación de distribución de seguros (Real Decreto-ley 3/2020) y a la normativa de supervisión y gobernanza de productos. Así, la vigilancia de los productos de protección de pagos vinculados a operaciones de crédito constituye una de las principales prioridades supervisoras. En consecuencia, en España, al igual que en el resto de los Estados miembros de la UE, se ejercerán las facultades de supervisión oportunas para garantizar la transparencia y el desarrollo ordenado del mercado asegurador de protección de pagos.

El sector asegurador ha seguido avanzando en 2022 en el ámbito de la sostenibilidad. Las aseguradoras continúan con su proceso de integrar el cambio climático y los factores sociales y de gobernanza en la estrategia comercial, la gestión de riesgos y actuarial, en el diseño de productos y la suscripción de los contratos, así como en su propio sistema de gobierno. Las exigencias derivadas de los reglamentos europeos³⁹ de directa aplicación aprobados en 2021, con entrada en vigor en 2022, buscan su adopción de manera progresiva en una industria especialmente clave frente al desafío climático y que puede contribuir de forma decisiva a la sostenibilidad por su carácter inversor a largo plazo.

La intensificación de los procesos de digitalización y los crecientes riesgos geopolíticos, han puesto en evidencia la tendencia al alza de los riesgos

³⁹ Reglamento Delegado (UE) 2021/1256 de la Comisión Europea, de 21 de abril de 2021, y Reglamento Delegado (UE) 2021/1257 de la Comisión Europea, de 21 de abril de 2021.

cibernéticos. Estos continuarán siendo objeto de monitorización por parte de la DGSFP, en coordinación con las autoridades supervisoras nacionales y europeas, en especial la JERS, que a finales de 2021 emitió una recomendación⁴⁰ orientada a promover —de manera gradual hasta 2025— el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos.

En 2022, la JERS prestó atención a los aspectos macroprudenciales asociados al seguro de crédito comercial en la UE. La JERS publicó una nota de análisis sobre las especificidades de este segmento del negocio asegurador y las vulnerabilidades que tras la pandemia de COVID-19 llevaron a varios Estados miembros de la UE a implementar actuaciones públicas de respaldo. La importancia de esta actividad en España es relativamente menor que en otros países como Alemania, Francia e Italia.

Fondos de pensiones de empleo

EIOPA desarrolló en 2022 un ejercicio de estrés para evaluar la resiliencia de los fondos de pensiones de empleo europeos. El ejercicio incluyó, además de la valoración cuantitativa sobre su resiliencia ante riesgos climáticos, un análisis cualitativo para identificar y comprender los posibles efectos de los riesgos medioambientales sobre los fondos de pensiones europeos. Los resultados del ejercicio muestran que, para los fondos de pensiones españoles, las caídas en el valor de los activos han sido inferiores o equivalentes a las medias del ejercicio, observándose una disminución en torno al 9 % en los planes de pensiones de prestación definida y del 10 % en planes de aportación definida. Esta mayor estabilidad se da también en el lado de las obligaciones de los fondos españoles, que disminuyeron un 8,2 %, frente al 11 % de media del ejercicio.

El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia del Gobierno de España, previó la aprobación antes de junio de 2022 del nuevo marco jurídico para el impulso de los planes de pensiones de empleo. Este hito fue cumplido con la aprobación y publicación de la Ley 12/2022, de 30 de junio, de regulación para el impulso de los planes de pensiones de empleo, que recoge, como nuevas figuras dentro del marco de la previsión social complementaria en España, los fondos de pensiones de empleo de promoción pública abiertos y los planes de pensiones de empleo simplificados, que se pueden adscribir a estos fondos y que cuentan con un sistema menos complejo de promoción que el vigente hasta dicho momento, orientado a facilitar su generalización.

⁴⁰ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 2 de diciembre de 2021 sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes (JERS/2021/17).

RECUADRO 3.A Desarrollos regulatorios recientes sobre criptoactivos

En mayo de 2023, el Consejo Europeo adoptó el Reglamento sobre mercados de criptoactivos¹, conocido como MiCA, de aplicación a los doce (la emisión de determinados criptoactivos denominados «estables») o dieciocho meses (resto de las emisiones y los proveedores de servicios sobre criptoactivos) desde su entrada en vigor.

El Reglamento MiCA establecerá el marco normativo aplicable a la emisión, oferta y admisión a negociación de los criptoactivos, así como el régimen jurídico de los proveedores de servicios sobre estos y las normas relativas a la prevención del abuso de mercado. Respecto al ámbito de aplicación, el Reglamento se aplicará a las personas físicas y jurídicas y a otras empresas que participen en la emisión, oferta pública y admisión a negociación en una plataforma de criptoactivos o presten servicios relacionados con criptoactivos en la Unión Europea. Se excluyen del Reglamento:

- Instrumentos financieros u otros productos ya regulados en la legislación vigente sobre servicios financieros.
- Criptoactivos únicos y no fungibles (NFT, por sus siglas en inglés).
- El Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros, cuando actúen en su condición de autoridad monetaria.

En el texto se califican los criptoactivos que se encuentran en su ámbito de aplicación en tres categorías:

- Los que están referenciados a un valor o derecho, o a una combinación de ambos, incluidas una o varias monedas

oficiales de un país (*asset referenced token*, ART).

- Los que están referenciados al valor de una moneda oficial (*electronic money token*, EMT).
- Los criptoactivos distintos de los dos tipos anteriores.

Asimismo, se recogen las obligaciones en la emisión y en la solicitud de admisión a negociación en una plataforma de criptoactivos distintos de ART y EMT, así como las obligaciones en la emisión de los ART y de los EMT.

En cuanto a los servicios de criptoactivos, estos solo podrán ser prestados por entidades con domicilio social en la UE que obtengan una autorización para ello, o que sean entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, operadores de mercado, entidades de dinero electrónico o gestoras. Estas entidades no necesitarán autorización expresa y podrán prestar los servicios asimilables a los que ya están autorizadas en el ámbito de los servicios de inversión.

El Reglamento incorpora un título respecto a la prevención de prácticas de abuso de mercado en los criptoactivos admitidos en las plataformas de negociación o que hayan realizado transacciones, en concreto, sobre la manipulación de precios o sobre el uso de información privilegiada. Se dota a las autoridades supervisoras de poderes suficientes para poder llevar a cabo sus responsabilidades y se establecen mecanismos de colaboración entre autoridades.

Con MiCA, la CNMV es la autoridad competente supervisora de los

¹ Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937.

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

proveedores de servicios de criptoactivos en España, así como respecto de la oferta y admisión a negociación de los criptoactivos, excepto en lo referente a la emisión de los ART y los EMT, cuya competencia recae sobre el Banco de España.

En el plano internacional, en diciembre de 2022, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) publicó la versión final del estándar sobre el tratamiento prudencial de las exposiciones bancarias a criptoactivos. El estándar es de aplicación para exposiciones bancarias a criptoactivos, con la excepción de las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés). La fecha de implementación acordada es el 1 de enero de 2025.

El tratamiento prudencial se establece en función del cumplimiento de una serie de condiciones, que determinarán la clasificación de los criptoactivos en dos grupos:

- Grupo 1: integrado por activos tradicionales tokenizados y por *stablecoins* cuyo emisor esté regulado

y supervisado, sujeto a requerimientos prudenciales de capital y de liquidez.

- Grupo 2: integrado por los activos tradicionales tokenizados o las *stablecoins* que no cumplan con todas las condiciones de clasificación, así como por todos los criptoactivos sin respaldo de activos tradicionales. A este tipo de criptoactivos se les exigirán requerimientos prudenciales más estrictos.

El BCBS seguirá revisando algunos aspectos del estándar prudencial, dadas la corta experiencia con estos instrumentos y la rápida evolución que han mostrado.

Asimismo, el plan de trabajo del BCBS prevé seguir evaluando los avances de los bancos en relación con los mercados de criptoactivos, incluyendo su papel como emisores de *stablecoins*, las prácticas de gestión de riesgo como custodios de criptoactivos y posibles interconexiones. Además, el BCBS continuará colaborando con otros organismos internacionales de fijación de estándares y con el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) para garantizar un tratamiento global de los criptoactivos coherente.

4 Interconexiones en el sistema financiero

La estructura existente de interrelaciones de las entidades financieras contribuye a hacer más eficiente el funcionamiento del sistema financiero, pero también supone una red para la transmisión de perturbaciones financieras. La existencia de interconexiones financieras es un factor positivo para el sistema financiero. En primer lugar, estas facilitan que las entidades financieras se puedan especializar en los segmentos de negocio en los que tienen una ventaja comparativa, derivando a otras entidades la operativa restante. Asimismo, permiten diversificar las exposiciones entre entidades financieras. No obstante, también actúan como canales de transmisión de las perturbaciones sistémicas. La transmisión de estos riesgos se puede producir, por un lado, a través de interconexiones directas —fundamentalmente tenencias de activos financieros emitidos por otras entidades financieras— o a través de interrelaciones indirectas. Este segundo tipo de interconexiones se articularía tanto por medio de tenencias comunes de activos financieros emitidos por los mismos emisores como por exposiciones a activos distintos, pero cuyos precios estén correlacionados.

Existen canales de interconexiones de diversa tipología. Cabe destacar la actividad en los mercados de derivados y sus cámaras de contrapartida central, los ciberriesgos y algunos elementos del modelo de negocio de las entidades financieras⁴¹. El modelo de negocio genera sinergias que interrelacionan sus actividades, respecto tanto a los beneficios que generan como a los riesgos a los que están sometidas las entidades.

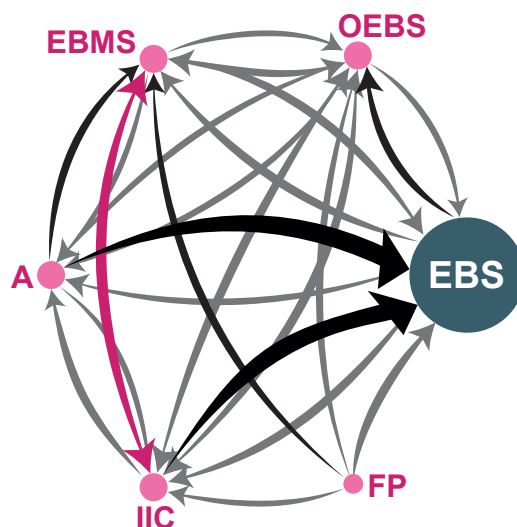
La estructura de interconexiones directas del sistema financiero residente en España responde a la preponderancia del sector bancario sobre el conjunto del sistema financiero. El sector bancario es el de mayor tamaño⁴², y uno de los sectores más interconectados (figura 4.1). No obstante, el valor total de las interconexiones directas se había reducido en un 14,0 % a cierre de 2022, con respecto a diciembre de 2021, un valor superior a la reducción observada para el conjunto de los activos financieros de las instituciones financieras españolas en ese mismo período, que fue del 6,1 %. Los vínculos directos más relevantes continúan situándose en las exposiciones de aseguradoras e IIC a las entidades bancarias sistémicas, aunque experimentaron reducciones en 2022⁴³. En segundo lugar, las interconexiones directas más destacables serían

⁴¹ Véase una explicación más detallada en el epígrafe 4 del *Informe Anual de la AMCESFI de 2021*.

⁴² 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.

⁴³ El desglose 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 MUS, y iii) entidades menos significativas. Para más detalles, véase el capítulo 4 del *Informe Anual de 2020 de la AMCESFI*.

Figura 4.1 Interconexiones directas del sistema financiero español. Diciembre de 2022



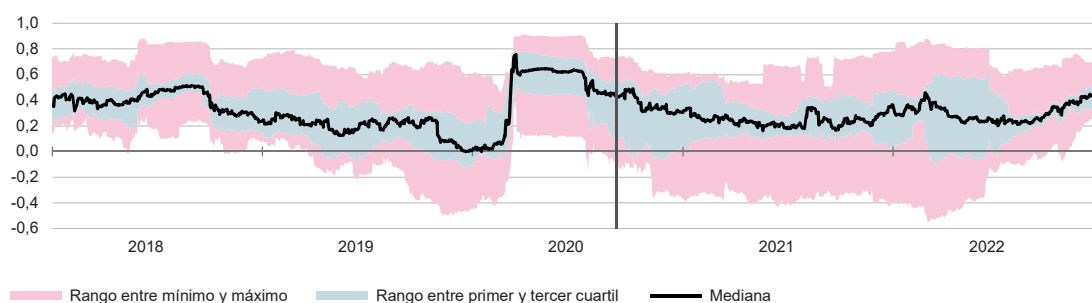
FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Las siglas de los sectores se refieren a entidades bancarias sistémicas (EBS), otras entidades bancarias significativas (OEBS), entidades bancarias menos significativas (EBMS), 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 de entre 5 mm y 15 mm de euros, y en rosa, exposiciones superiores a 15 mm de euros.

las existentes entre IIC y las entidades bancarias menos significativas, que aumentaron considerablemente en 2022.

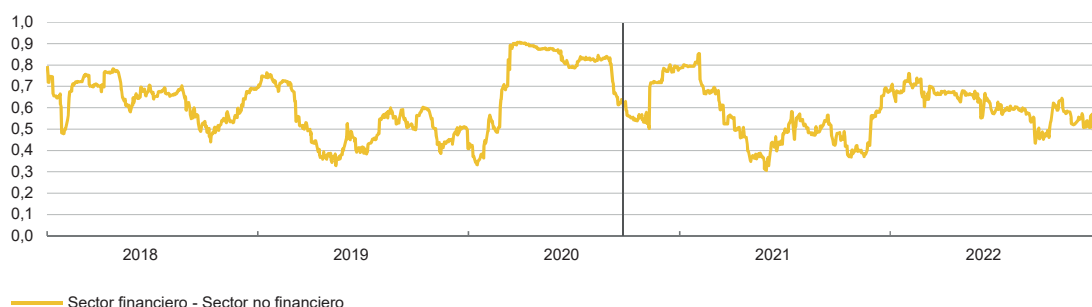
Las correlaciones entre activos financieros experimentaron repuntes durante 2022 como consecuencia de las tensiones derivadas de la invasión rusa de Ucrania y la subida de los tipos de interés por parte del BCE. La correlación entre los precios de los diferentes activos de renta fija y variable provenientes de emisores españoles proporciona una estimación sobre la evolución de las interconexiones indirectas entre entidades financieras. Este indicador, que había descendido en 2021 tras la estabilización de la pandemia del COVID-19, experimentó un primer repunte a partir de febrero de 2022, a consecuencia de la invasión rusa de Ucrania y la incertidumbre que está generó en los mercados energéticos (véase gráfico 4.1.1). Este repunte fue transitorio, pero las decisiones de política monetaria del BCE —en forma de subidas de tipos de interés a partir del verano de 2022— propiciaron un aumento continuado de este indicador durante el último trimestre. Este último aumento estaría en buena medida reflejando el impacto negativo simultáneo de la subida de tipos de interés sobre el valor de los activos de renta fija. De hecho, la correlación entre activos del sector financiero y del no financiero, calculada únicamente a partir de activos de renta variable (menos sensibles a las variaciones en los tipos de interés), muestra una senda generalmente descendente a partir de febrero de 2022 (véase gráfico 4.1.2).

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)



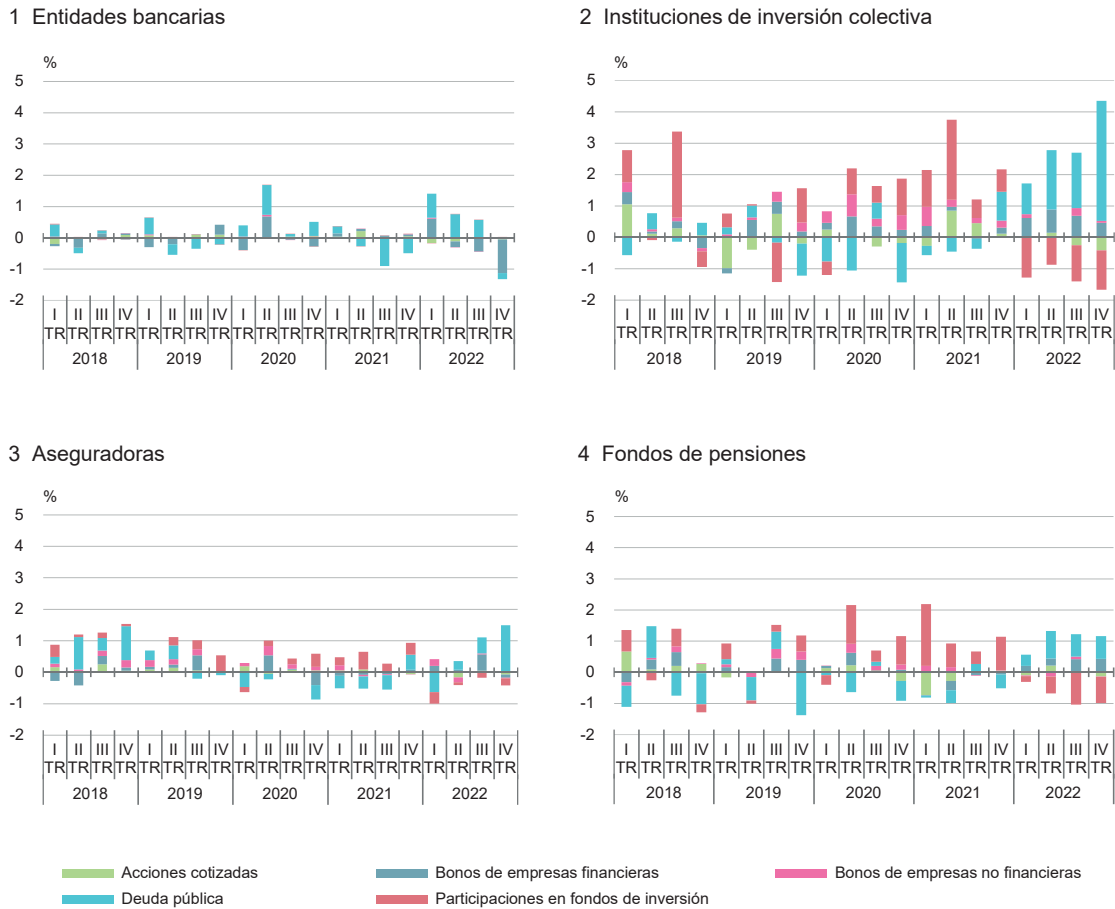
FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

Las interconexiones indirectas por tenencias comunes de activos financieros son susceptibles de experimentar variaciones en función de las adquisiciones netas de activos en cada sector del sistema financiero.

La evolución de estas adquisiciones muestra algunos elementos comunes entre los segmentos del sistema financiero, pero también algunas diferencias (véase gráfico 4.2). Por un lado, todos los segmentos muestran adquisiciones positivas de deuda pública en 2022. Sin embargo, mientras que las adquisiciones de deuda pública por parte del sector bancario fueron decrecientes a medida que se intensificaba el endurecimiento de la política monetaria, las de los fondos de inversión, fondos de pensiones y aseguradoras fueron crecientes durante todo el año. La evolución de las adquisiciones de deuda corporativa muestra un patrón similar entre (sub)sectores, si bien de magnitud sensiblemente menor. Por otro lado, en todos los subsectores se observa que las adquisiciones netas de acciones representan un peso muy reducido sobre el activo total. Por último, las adquisiciones de participaciones en fondos tienden a tener un mayor peso

Gráfico 4.2 Transacciones netas por tipo de instrumento sobre total activo del sector

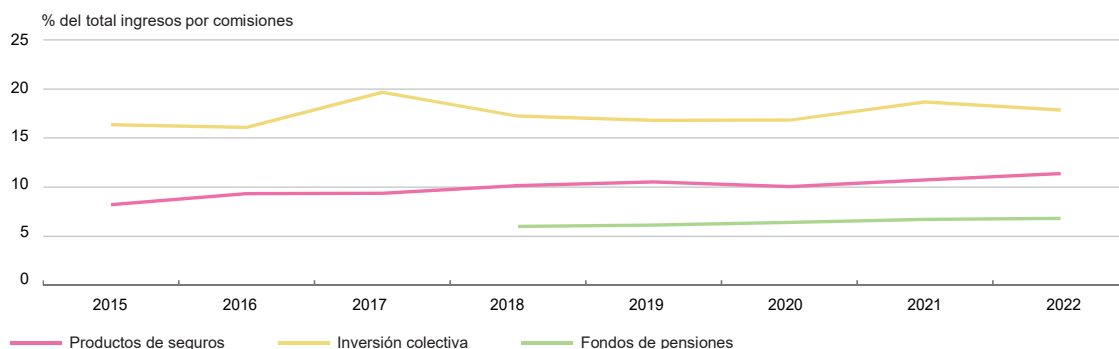


FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras de la Economía Española) y ECB (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

en fondos de pensiones y de inversión, y son prácticamente nulas en el sector bancario. Durante 2022, se han producido ventas de este tipo de participaciones en los segmentos del sector financiero con este tipo de actividad, observándose una tendencia común hacia la adquisición de activos de renta fija en todos los segmentos del sector financiero (menos intensa en el caso del sector bancario).

Los ingresos por comisiones bancarias continuaron aumentando en 2022, apoyados en parte por la negociación de seguros y fondos, si bien su peso sobre los ingresos financieros totales del sector bancario se redujo. El modelo de negocio de algunas entidades financieras también puede presentar canales de interconexión, como se indicaba anteriormente. En particular, los ingresos por comisiones vinculadas al negocio en España del sector bancario crecieron en un 9,9% en 2022, lo que supone una cierta ralentización con respecto al crecimiento del 13,6% experimentado en 2021. Las contribuciones de los productos de seguros y fondos de pensiones a estos ingresos aumentaron moderadamente en 2022, mientras que la de las IIC experimentó una ligera disminución; todas estas variaciones fueron, sin embargo, reducidas, de magnitudes inferiores al 1%

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 Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

del total de ingresos por comisiones (véase gráfico 4.3). En cualquier caso, el aumento de los tipos de interés ha reducido el peso de los ingresos por comisiones con respecto al total de ingresos financieros del sector bancario hasta el 32,1 % en 2022, frente al 41,0 % que representaron en 2021.

Los incidentes cibernéticos están cobrando importancia como un riesgo para la estabilidad financiera, en parte por las crecientes tensiones geopolíticas. El impacto de un ataque cibernético se puede amplificar y transmitir a todo el sistema financiero a través de un contagio operativo, financiero y de la confianza, lo que provocaría un efecto sistémico⁴⁴. Este entorno de amenazas exige un esfuerzo global, europeo y nacional para mejorar la ciberseguridad del sector financiero.

En España, durante 2022 se ha avanzado en el desarrollo de TIBER-ES, el marco nacional de pruebas de ciberseguridad para mejorar la resiliencia tecnológica de las entidades financieras. En enero de 2022 se publicó la «Guía de implementación de TIBER-ES» y en febrero de 2022 las entidades supervisoras que participan en el marco (Banco de España, CNMV y DGSFP) realizaron una sesión divulgativa en la que explicaron la importancia de la implementación en España del marco europeo TIBER-EU. Estos tres supervisores forman el Tiber Cyber Team, órgano que gobierna TIBER-ES y valida que las pruebas se realicen en este marco.

El Reglamento europeo sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero, conocido como DORA⁴⁵, fue aprobado a finales de 2022. El nuevo texto legal es de aplicación a partir de 2025 y fija un marco transversal de resiliencia

⁴⁴ JERS (2023). *Advancing macroprudential tools for cyber resilience*. Informe de 14 de febrero.

⁴⁵ Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/1011.

digital para el sector financiero europeo, que abarca desde las infraestructuras de mercado y las entidades que ofrecen servicios en los mercados de valores hasta los sectores bancario y asegurador. El Reglamento desarrolla los requisitos necesarios para poder gestionar adecuadamente el riesgo TIC, la notificación e intercambio de información sobre incidentes TIC, la obligación para determinadas entidades financieras de llevar a cabo pruebas de resiliencia operativa digital, y las medidas concretas necesarias para gestionar el riesgo de los proveedores de servicios TIC. DORA también establece mecanismos de aplicación del principio de proporcionalidad, atendiendo a la naturaleza, tamaño, complejidad y perfil de riesgo de las entidades.

En junio de 2022 se creó el Comité Consultivo Mixto sobre Resiliencia Operativa Digital de la UE. En él participan 37 agencias nacionales de 25 Estados miembros, las tres Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) y otros organismos a nivel europeo (como la JERS), en calidad de observadores. El principal objetivo de este comité es ayudar a las autoridades de supervisión a cumplir sus mandatos en el marco de DORA, a través de contribuciones sobre aspectos normativos, el desarrollo de un marco de respuesta coordinada a incidentes cibernéticos transfronterizos graves y la coordinación del seguimiento de amenazas a la resiliencia operativa digital.

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

La AMCESFI, como autoridad macroprudencial nacional, es destinataria regular de recomendaciones de la JERS. Estas recomendaciones se orientan principalmente a prevenir o mitigar riesgos y vulnerabilidades sistémicas, y van dirigidas habitualmente a las autoridades relevantes de la UE, entre las que se incluyen las autoridades nacionales con cometidos macroprudenciales, de supervisión y de resolución, e incluso los propios Estados miembros, así como a diversas instituciones y agencias europeas, como la Comisión Europea, la Supervisión Bancaria del BCE, las autoridades europeas de supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) y la Junta Única de Resolución (JUR).

En 2022, la JERS emitió una Recomendación referida a vulnerabilidades en el sector inmobiliario comercial en la UE⁴⁶. La evolución adversa del sector inmobiliario comercial puede tener un impacto sistémico negativo en el sistema financiero y la economía real. En este sentido, la JERS ha identificado vulnerabilidades para este sector, como el aumento de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras que limitan el margen para refinanciar la deuda existente y conceder nuevos préstamos, y el deterioro de las perspectivas de crecimiento tras la invasión rusa de Ucrania. La JERS recomienda a las autoridades competentes en materia de estabilidad financiera que refuercen el análisis y seguimiento de los riesgos sistémicos asociados al sector inmobiliario comercial de cara a evaluar posibles actuaciones de política macroprudencial. A este fin, la JERS prevé controlar entre 2024 y 2026 su cumplimiento con esta recomendación por parte de las autoridades nacionales. En España son destinatarios de la recomendación tanto la AMCESFI —por ser la autoridad macroprudencial del conjunto del sistema financiero— como las tres autoridades sectoriales —el Banco de España, la CNMV y la DGSFP—.

En 2022, la JERS emitió además tres recomendaciones relevantes para el Banco de España sobre reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial implantadas en Lituania y Países Bajos, Bélgica y Alemania. 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

⁴⁶ Recomendación JERS, de 1 de diciembre de 2022, sobre vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial en el Espacio Económico Europeo (JERS/2022/9). Véase también «La JERS emite una recomendación sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario», nota de prensa del 25 de enero de 2023, e informe «Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector», de enero de 2023.

Cuadro 5.1 Recomendaciones de la JERS dirigidas a la AMCESFI

Recomendación de la JERS	AMCESFI	Banco de España	CNMV	DGSFP	FROB	Gobierno
Recomendación JERS/2022/9, de 1 de diciembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo						
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 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	FC	FC	FC	FC		
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/2013/1, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial	LC (a)					LC

FUENTE: Elaboración propia.

NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación. 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: *Fully Compliant* –FC– (cumplimiento pleno); *Largely Compliant* –LC– (cumplimiento mayoritario); *Partially Compliant* –PC– (cumplimiento parcial); *Materially Non-Compliant* –MN– (incumplimiento material); *Sufficiently Explained* –SE– (inacción justificada), e *Insufficiently Explained* –IE– (inacción injustificada).

a Hasta la creación de la AMCESFI en 2019, el Banco de España, como autoridad designada para el sector bancario, tuvo la responsabilidad del cumplimiento con las Recomendaciones JERS dirigidas a la autoridad macroprudencial.

miembros, garantizando así la eficacia y coherencia de las medidas nacionales de política macroprudencial. Lituania ([JERS/2022/1](#)) fijó de un porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos para todas las exposiciones minoristas a personas físicas residentes en Lituania garantizadas por inmuebles residenciales. Por su parte, los Países Bajos ([JERS/2022/1](#)) establecieron una medida para fijar un nivel mínimo de ponderación media del riesgo aplicado por las entidades de crédito que utilicen el enfoque IRB respecto de sus carteras de exposiciones a personas físicas garantizadas por inmuebles residenciales sitos en el país. Bélgica ([JERS/2022/3](#)) ha introducido un porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos sobre todas las exposiciones minoristas a las que se aplique el enfoque basado en calificaciones

internas (IRB) frente a personas físicas garantizadas por bienes inmuebles residenciales situados en Bélgica. Finalmente, Alemania (JERS/2022/4) fijó un porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos sobre todas las exposiciones garantizadas por bienes inmuebles residenciales situados en su territorio.

Las recomendaciones emitidas por la JERS no son vinculantes, pero su cumplimiento está sujeto a un principio general de «cumplir o explicar». En este contexto, la JERS realiza ejercicios periódicos de evaluación multianual para determinar el grado de cumplimiento de las autoridades destinatarias con cada una de sus recomendaciones. De manera destacada, en 2022, un equipo de evaluación de la JERS concluyó que la AMCESFI, el Banco de España, la CNMV y la DGSFP hicieron una implementación plena de la recomendación acordada al inicio de la pandemia de COVID-19 sobre restricciones al reparto de dividendos y limitaciones a la retribución variable en las entidades financieras (Recomendación JERS/2020/7). El cuadro 5.1 muestra la relación histórica de recomendaciones de la JERS dirigidas a la AMCESFI, con indicación del grado de su cumplimiento, según la evaluación de la JERS, en caso de estar disponible. Por su parte, el anejo 2 lista otras recomendaciones de la JERS dirigidas a —al menos— una autoridad nacional de nuestro país.

Junto con las recomendaciones, la JERS tiene capacidad para emitir avisos sobre vulnerabilidades en la UE ante la identificación de riesgos sistémicos para la estabilidad financiera. Los avisos (*warnings*, en inglés) pueden dirigirse a la UE en su conjunto o a Estados miembros individuales, las autoridades europeas de supervisión o las autoridades nacionales. La JERS y el Consejo de la UE deciden, caso por caso, si se debe hacer público un aviso, teniendo en cuenta que la divulgación puede ser clave para su efectividad y para fomentar su cumplimiento. Posteriormente, la JERS controla si el riesgo sistémico ha sido adecuadamente abordado y, en su caso, incide sobre la cuestión con la emisión de una recomendación.

En 2022, la JERS emitió un aviso sobre vulnerabilidades en el sistema financiero de la UE. En su *Aviso JERS/2022/7*, el primero que se emite a escala comunitaria, se alerta de que —tras la invasión rusa de Ucrania— se han incrementado de forma notable los riesgos para la estabilidad financiera de la UE debido al aumento de las tensiones geopolíticas, el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, el mayor riesgo de una corrección brusca del precio de los activos, y las implicaciones de estos desarrollos para la calidad crediticia aún no plenamente recuperada de los efectos de la pandemia de COVID-19. Por ello, la JERS subraya la necesidad de preservar y reforzar la capacidad de resistencia del sector financiero, para que este pueda continuar respaldando la economía real incluso si los riesgos para la estabilidad financiera eventualmente se materializan.

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 IPCA
- 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 líbor 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 combinada bruta 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

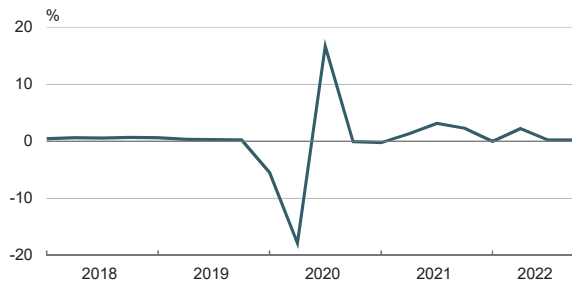
Gráfico A1.8

Otros riesgos

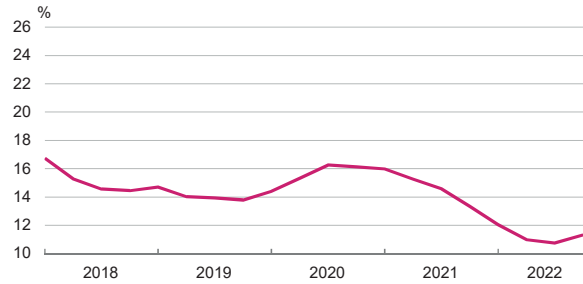
- 1 Intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero
- 2 Capitalización mundial de los criptoactivos
- 3 Capitalización mundial de las principales *stablecoins*

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico

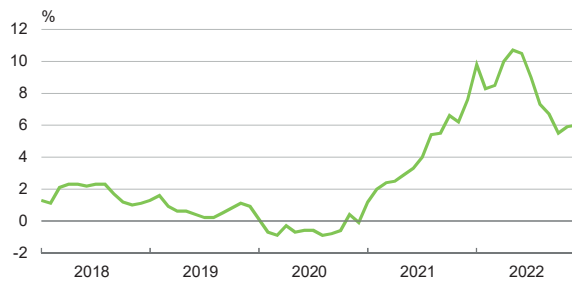
1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes (a)



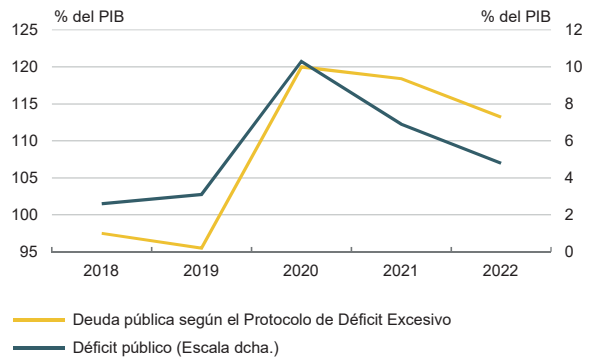
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos

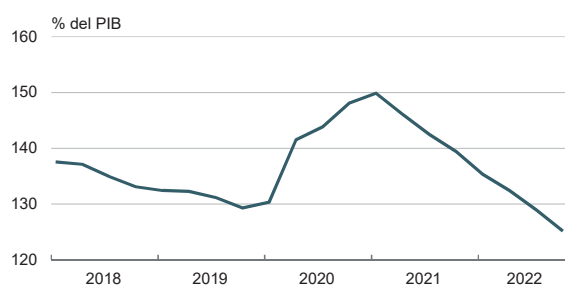


FUENTE: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

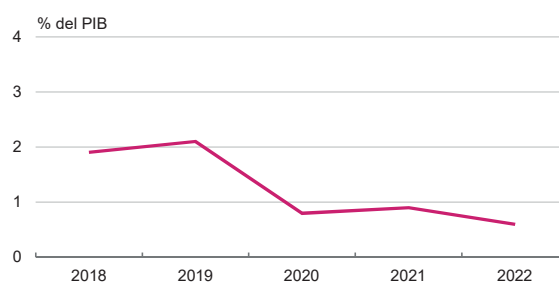
- a Tasa de variación trimestral.
- b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico (cont.)

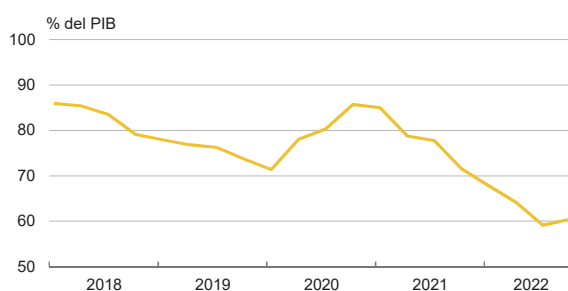
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



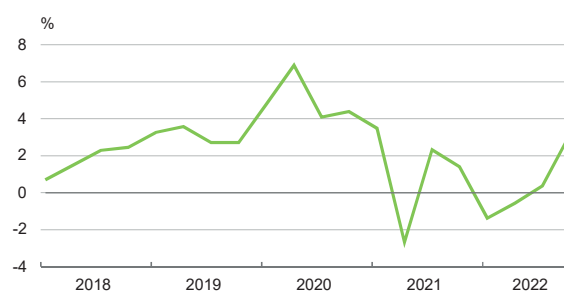
6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (CLU) (b)



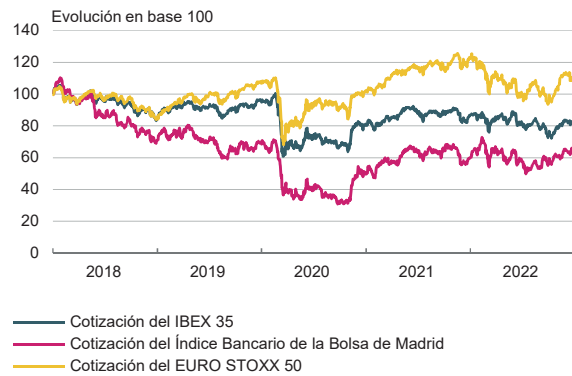
FUENTE: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

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

b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.2 Riesgo de mercado

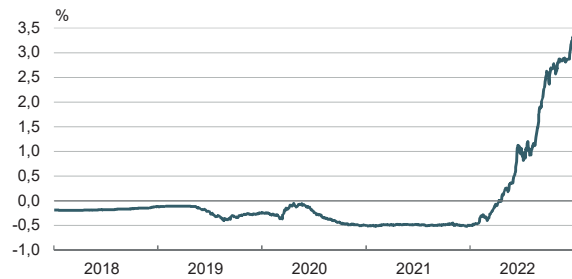
1 Mercados de renta variable



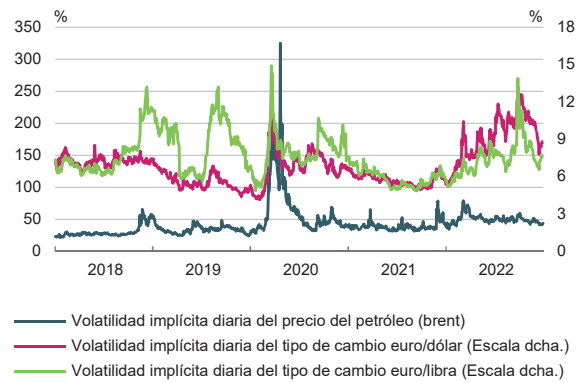
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



5 Volatilidad del IBEX 35

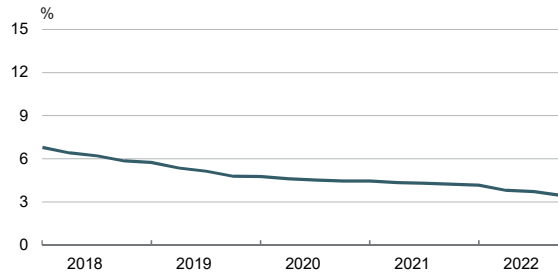


FUENTE: Datastream.

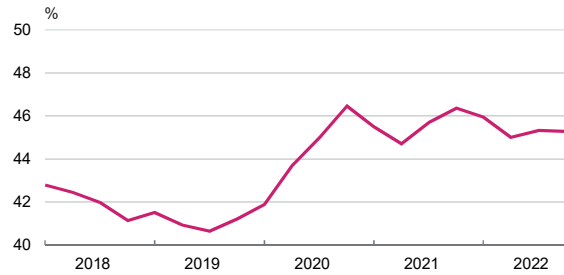
a El indicador de volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del IBEX 35 de 21 días.

Gráfico A1.3 Riesgo de crédito

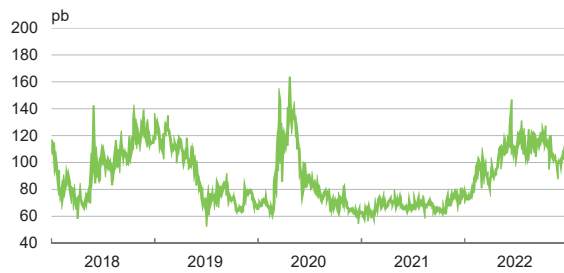
1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito (a)



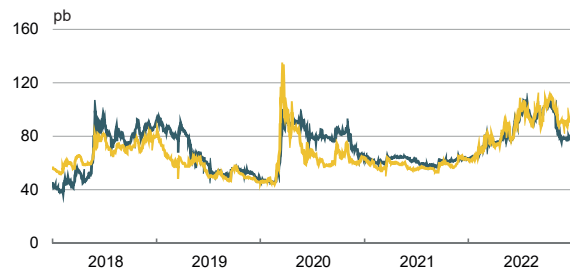
2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito (a)



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

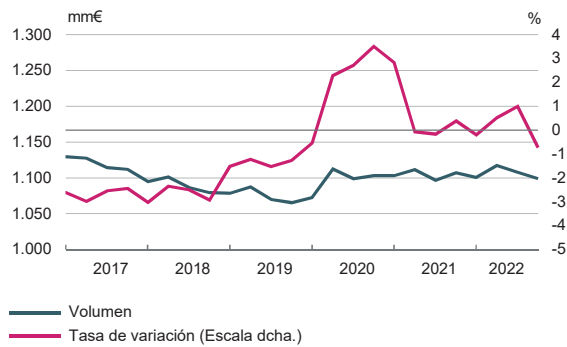


4 Indicadores de *credit default swap* (b)



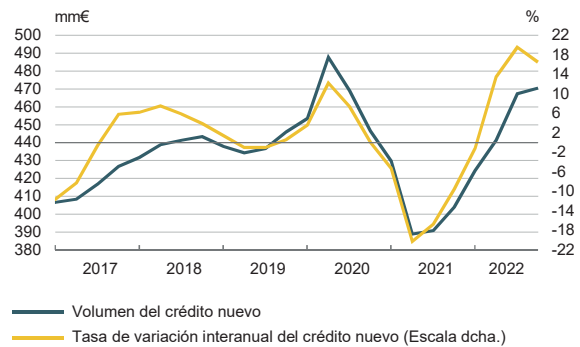
— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades financieras españolas
— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades no financieras españolas

5 Saldo de crédito al sector privado residente (c)



— Volumen
— Tasa de variación (Escala dcha.)

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



— Volumen del crédito nuevo
— Tasa de variación interanual del crédito nuevo (Escala dcha.)

FUENTE: Banco de España.

a Datos individuales, negocios en España.

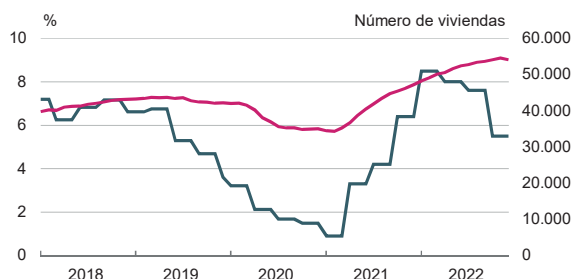
b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX 35.

c Hogares y sociedades no financieras.

d Flujo acumulado en 12 meses.

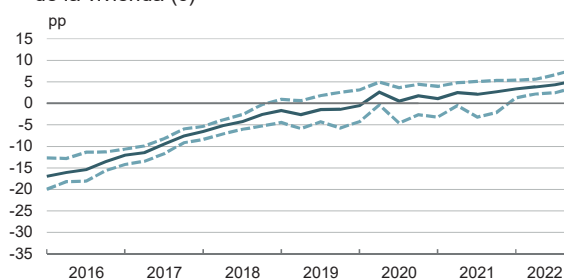
Gráfico A1.4 Riesgo inmobiliario

1 Evolución del mercado inmobiliario

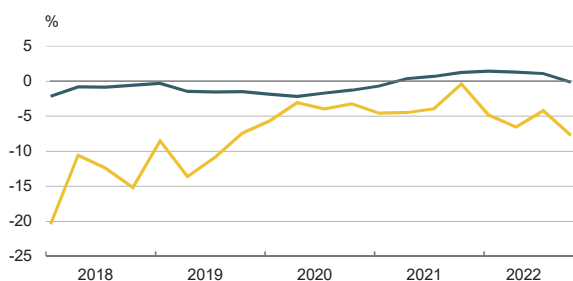


— Índice de los precios de vivienda del INE (a)
— Compraventas de vivienda del INE (b) (Escala dcha.)

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

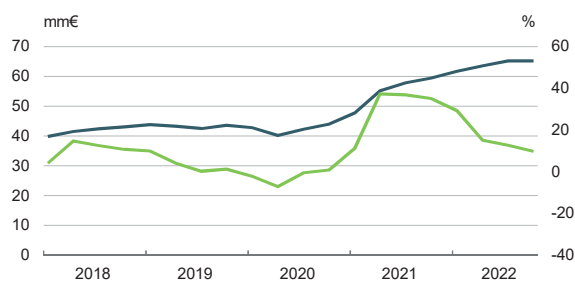


3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción (d)



— 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 de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda sobre ingreso disponible respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; iii) modelo econométrico de desequilibrio de los precios de la vivienda explicado por tendencias de largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio de largo plazo de los precios de la vivienda explicado por los precios de períodos anteriores, ingreso disponible, tipos de nuevas hipotecas y variables fiscales.

d Tasa de variación interanual.

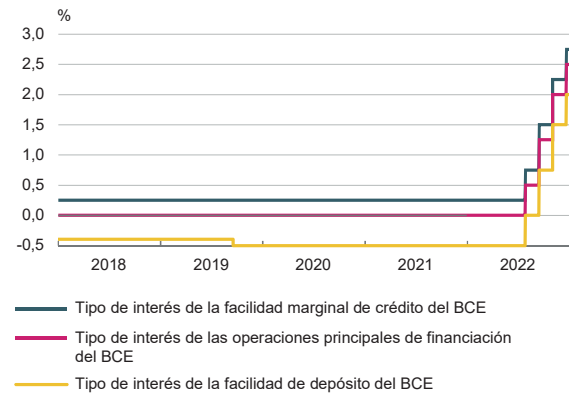
e Flujo acumulado en 12 meses. Incluye crédito a hogares e ISFL

Gráfico A1.5 Riesgo de liquidez y financiación

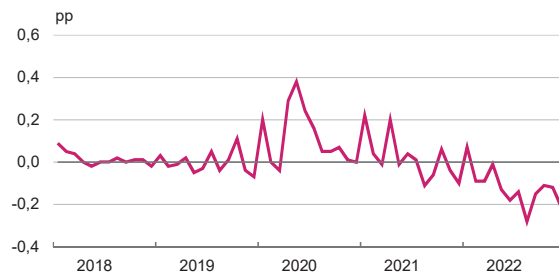
1 Diferencial entre el libor y el OIS a tres meses



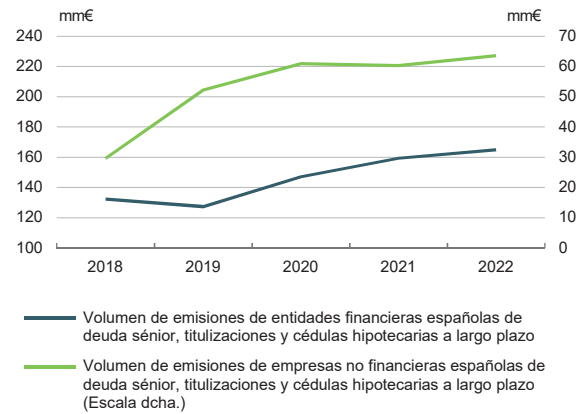
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



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



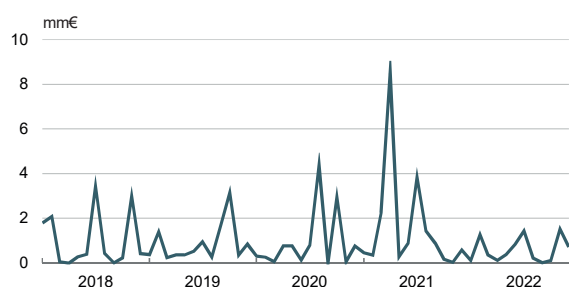
4 Emisiones de renta fija



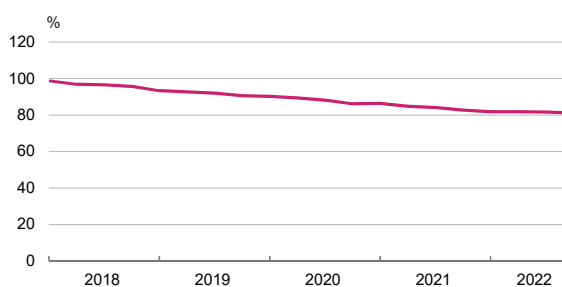
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

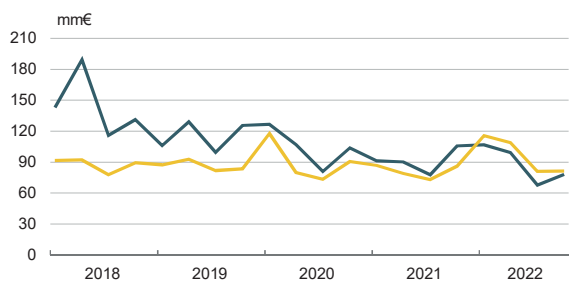
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



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

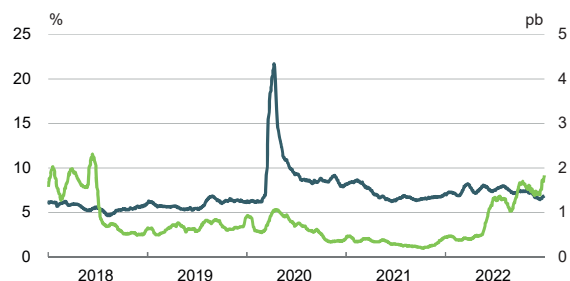


7 Contratación de renta variable española



— 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*



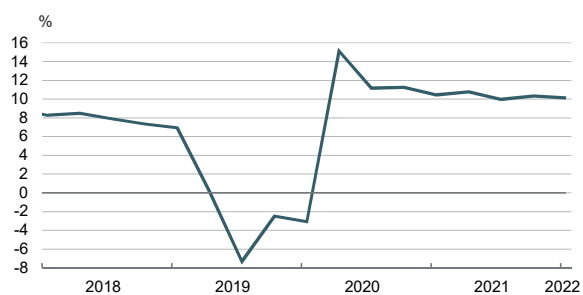
— Diferencial *bid-ask* del IBEX 35
— Diferencial *bid-ask* del bono de deuda soberana a diez años (Escala dcha.)

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

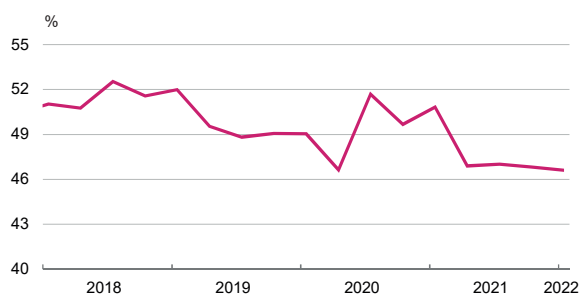
a Hogares y SNF.

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

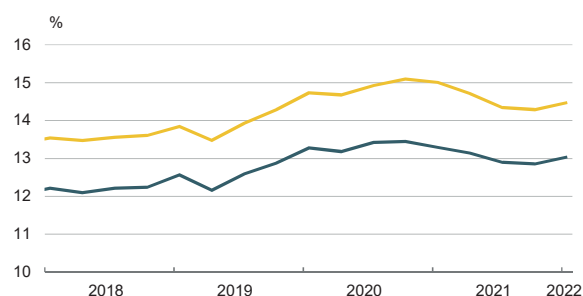
1 Return on equity (ROE) (a)



2 Ratio cost to income (b)

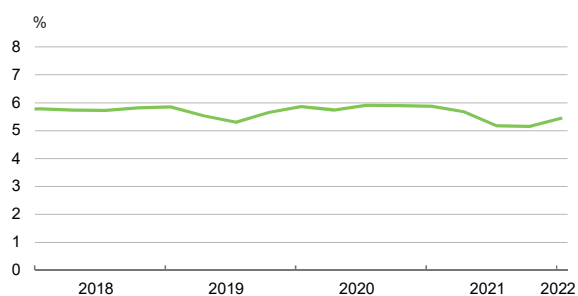


3 Ratios de capital



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

4 Ratio de apalancamiento (phase in)

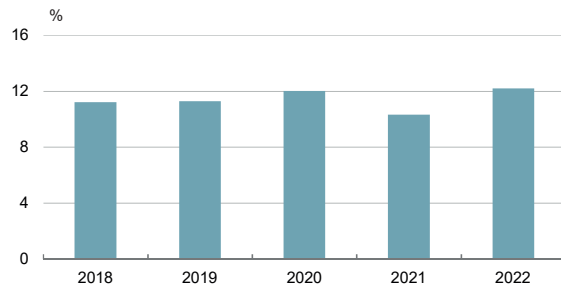


FUENTE: Banco de España.

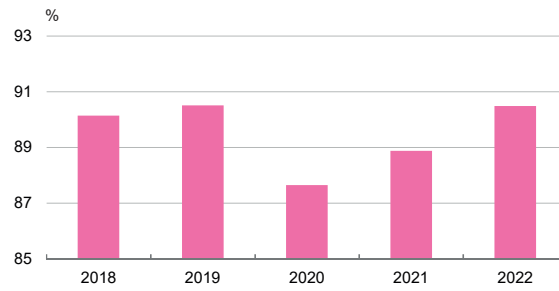
- a Resultado neto sobre patrimonio neto medio.
b Gastos de explotación sobre margen bruto.

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

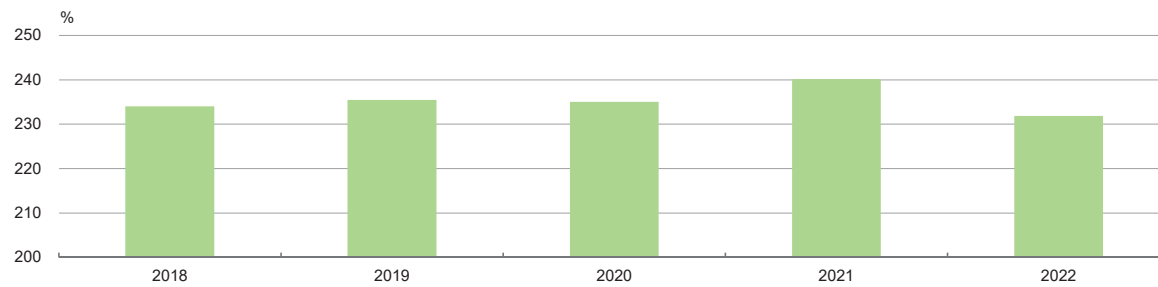
5 Return on equity (ROE)



6 Ratio combinada bruta no vida



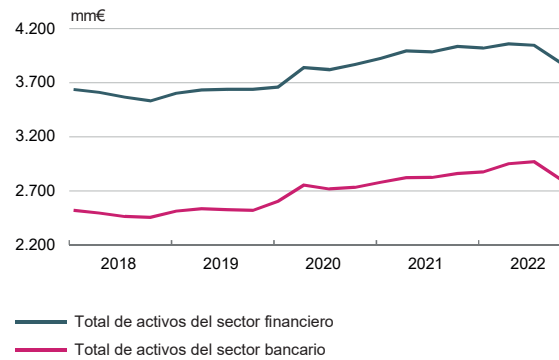
7 Ratio de solvencia



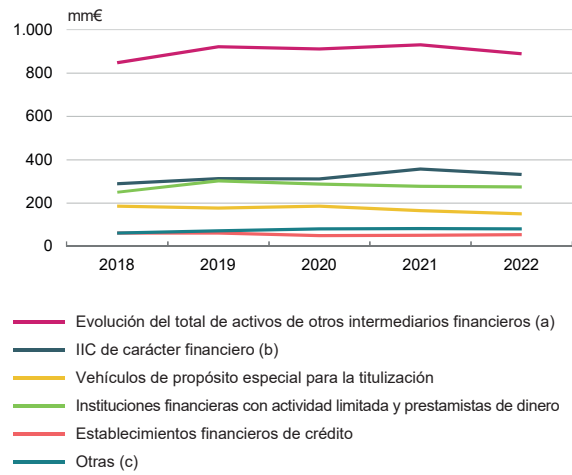
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A1.7 Riesgos estructurales e interconexiones

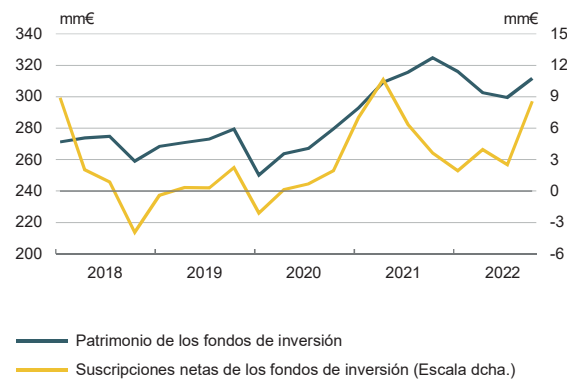
1 Evolución de activos del sector financiero



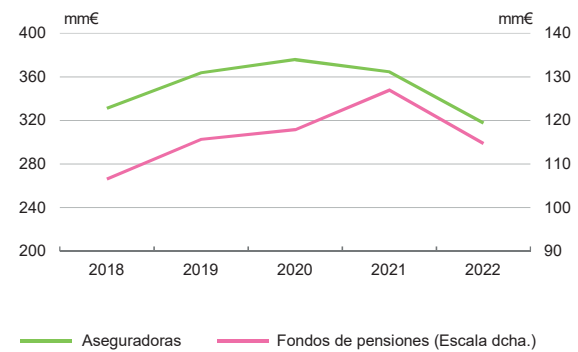
2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros



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.

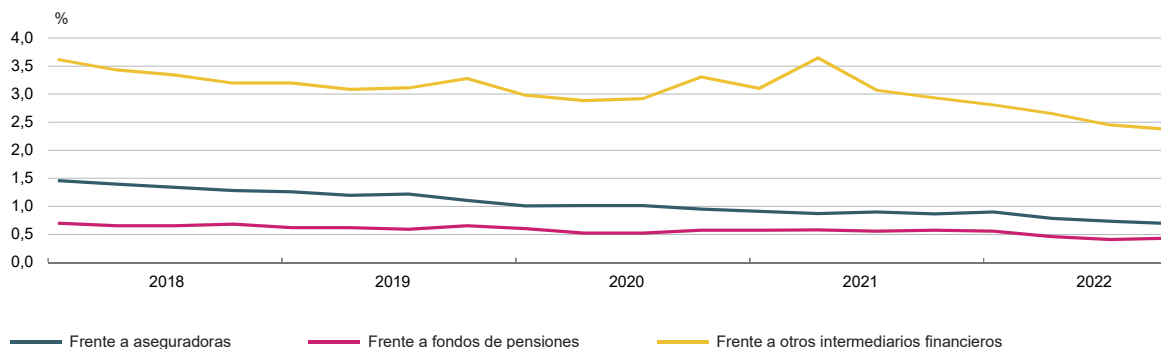
a Dato de 2021, provisional.

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

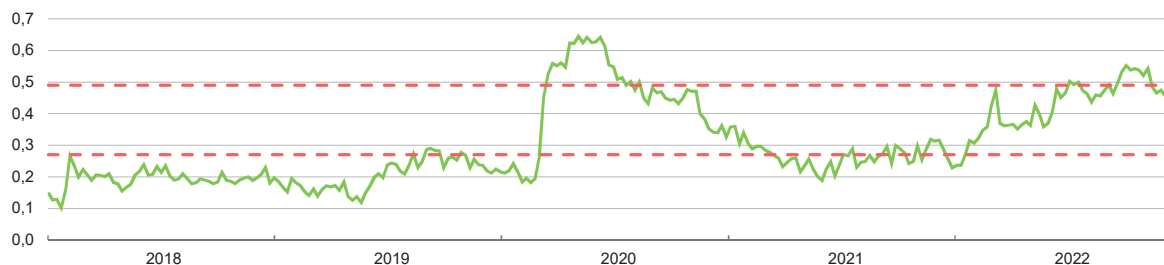
c A partir de 2020, los activos de la Sareb, por la reclasificación de esta entidad como Administraciones Públicas, no están incluidos en este epígrafe.

Gráfico A1.7 Riesgos estructurales e interconexiones (cont.)

5 Pasivos del sector bancario, por sectores (a)



6 Evolución del indicador de riesgo sistémico (b)



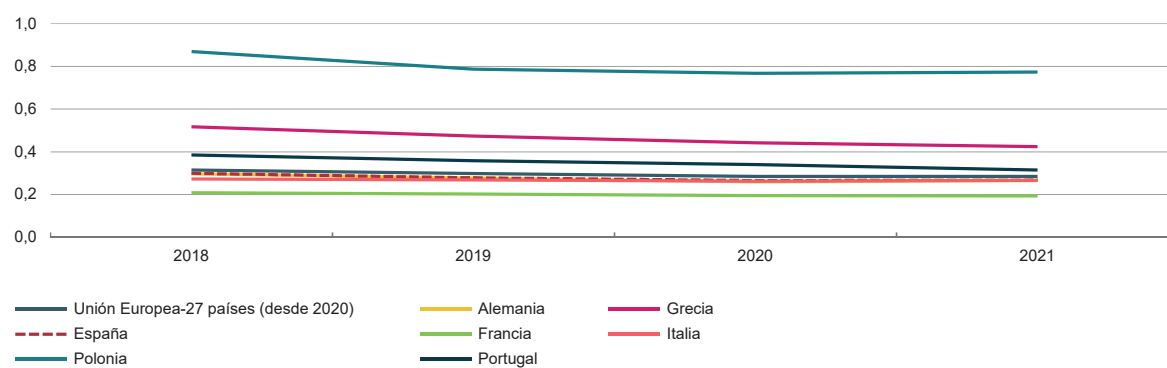
FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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 períodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49, a períodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49, a períodos de estrés elevado. Las líneas rojas discontinuas diferencian los niveles de estrés: elevado, intermedio y reducido.

Gráfico A1.8 Otros riesgos

1 Intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero

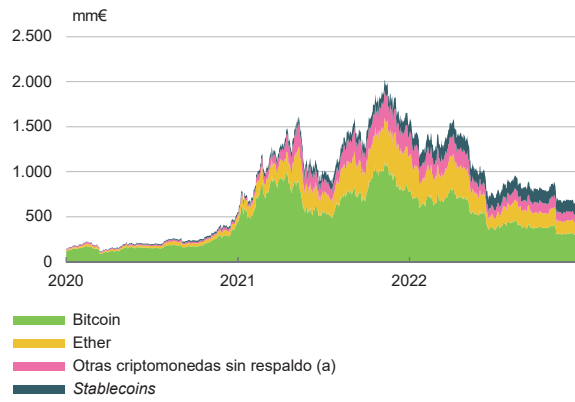


FUENTE: Eurostat.

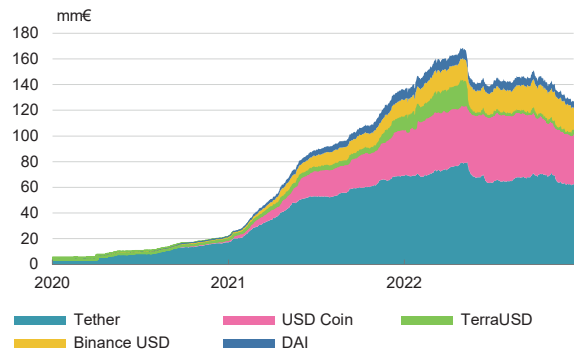
NOTA: Intensidad calculada como emisiones de gases de efecto invernadero (en miles de toneladas) sobre PIB real (en millones de euros).

Gráfico A1.8 Otros riesgos (cont.)

2 Capitalización mundial de los criptoactivos



3 Capitalización mundial 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 10 principales criptomonedas, excluyendo *stablecoins*, Bitcoin y Ether.

Anejo 2 Recomendaciones de la JERS de relevancia para los miembros de la AMCESFI y otras autoridades en España

Cuadro A2.1 Recomendaciones de la JERS relevantes por autoridad

Recomendación de la JERS	Banco de España	CNMV	DGSFP	Gobierno
Recomendación JERS/2021/17, de 2 de diciembre de 2021, relativa al marco paneuropeo coordinado de ciberincidentes sistémicos para autoridades relevantes				
Recomendación JERS/2020/6, 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/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/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 ¹
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 dirigidas a la AMCESFI que ya se recogen en el cuadro del capítulo 5. 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: *Fully Compliant* –FC– (cumplimiento pleno); *Largely Compliant* –LC– (cumplimiento mayoritario); *Partially Compliant* –PC– (cumplimiento parcial); *Materially Non-Compliant* –MN– (incumplimiento material); *Sufficiently Explained* –SE– (inacción justificada), e *Insufficiently Explained* –IE– (inacción injustificada).

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 2022 y junio de 2023. Para publicaciones correspondientes al primer semestre de 2022, véase el anejo 2 del *Informe Anual 2021* de la AMCESFI.

Banco de España

Informe de Estabilidad Financiera, primavera 2023

Informe de Estabilidad Financiera, otoño 2022

Memoria de Supervisión 2022

Informe Anual 2022

«Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Segundo semestre de 2022»

Pana Alves, Javier Delgado, Jaime Garrido, Nadia Lavín y Carlos Pérez Montes
Boletín Económico 2023/T1, del Banco de España, enero 2023

«Las finanzas descentralizadas o los criptoactivos de última generación»

Sergio Gorjón

Boletín Económico 2023/T3, del Banco de España, julio 2023

«The EURIBOR surge and bank deposit costs: an investigation of interest rate pass-through and deposit portfolio rebalancing»

Alejandro Ferrer, Gergely Ganics, Ana Molina y José María Serena

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 44, del Banco de España, primavera de 2023

«Digital assets and reporting: is there anything new under the sun?»

Fernando García Martínez y José Ramón Martínez Resano

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 44, del Banco de España, primavera de 2023

«Cambio climático, información y riesgos financieros: ¿horizontes lejanos?»

Covadonga Martínez y Pablo Pérez Rodríguez

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 44, del Banco de España, primavera de 2023

«La regulación de los criptoactivos en el marco internacional y europeo en curso»
Rebeca Anguren, José García Alcorta, Lucas García Calvo, Diego Hernández García y Eva Valdeolivas

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 44, del Banco de España, primavera de 2023

«El Banco Central Europeo y la estabilidad financiera: un cuarto de siglo de evolución y transformación (1998-2023)»

Luis Gutiérrez de Rozas

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 44, del Banco de España, primavera de 2023

«Marco de análisis sistémico del impacto de los riesgos económicos y financieros»
Carlos Pérez Montes, Jorge E. Galán, María Bru, Julio Gálvez, Alberto García, Carlos González, Samuel Hurtado, Nadia Lavín, Eduardo Pérez Asenjo e Irene Roibás

Documentos Ocasionales, n.º 2311, del Banco de España, 2023

«The forgotten lender: the role of multilateral lenders in sovereign debt and default»

María Bru Muñoz

Documentos de Trabajo, n.º 2301, del Banco de España, 2023

«Credit line runs and bank risk management: evidence from the disclosure of stress test results»

José E. Gutiérrez y Luis Fernández Lafuerza

Documentos de Trabajo, n.º 2245, del Banco de España, 2022

«A house price-at-risk model to monitor the downside risk for the Spanish housing market»

Gergely Ganics y María Rodríguez-Moreno

Documentos de Trabajo, n.º 2244, del Banco de España, 2022

«Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?»

Carmen Broto, Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk

Documentos de Trabajo, n.º 2243, del Banco de España, 2022

«Análisis de la capacidad de uso de los colchones de capital durante la crisis generada por el COVID-19»

Luis Fernández Lafuerza, Matías Lamas, Javier Mencía, Irene Pablos y Raquel Vegas

Documentos Ocasionales, n.º 2223, del Banco de España

«Macroprudential FX Regulations: Sacrificing Small Firms for Stability?»

María Alejandra Amado

Documentos de Trabajo, n.º 2236, del Banco de España, 2022

«Could Spain be less different? Exploring the effects of macroprudential policy on the house price cycle»

Adrián Carro

Documentos de Trabajo, n.º 2230, del Banco de España, 2022

«The information content of conflict, social unrest and policy uncertainty measures for macroeconomic forecasting»

Marina Diakonova, Luis Molina, Hannes Mueller, Javier J. Pérez y Christopher Rauh

Documentos de Trabajo, n.º 2232, del Banco de España, 2022

«Mortgage securitization and information frictions in general equilibrium»

Salomón García

Documentos de Trabajo, n.º 2221, del Banco de España, 2022

«Impacto de las limitaciones sobre el reparto de beneficios en las valoraciones bursátiles de los bancos de Europa y de Estados Unidos»

Irene Pablos y Carlos Pérez Montes

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 43, del Banco de España, otoño de 2022

«Structural risk indicators for the Spanish banking sector»

Carmen Broto y Mariya Melnychuk

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 43, del Banco de España, otoño de 2022

«Digital resilience and financial stability. The quest for policy tools in the financial sector»

José Ramón Martínez Resano

Revista de Estabilidad Financiera, n.º 43, del Banco de España, otoño de 2022

«Beyond the LTV Ratio: Lending Standards, Regulatory Arbitrage, and Mortgage Default»

Jorge E. Galán y Matías Lamas

Journal of Money, Credit and Banking, 23.3.2023

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Nota de estabilidad financiera, n.º 24, junio 2023

Nota de estabilidad financiera, n.º 23, diciembre 2022

Nota de estabilidad financiera, n.º 22, junio 2022

Monitor de la intermediación financiera no bancaria. Ejercicio 2021

Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2021

«Aplicación del crecimiento en riesgo para evaluar la orientación de la política macroprudencial»

Stephen G. Cecchetti y Javier Suárez

Boletín Trimestral de la CNMV, cuarto trimestre de 2022

«Instrumentos de resolución de entidades de contrapartida central. Eficacia y posible repercusión sistémica»

María José Gómez Yubero

Boletín Trimestral de la CNMV, cuarto trimestre de 2022

«Análisis comparativo de rentabilidad y costes entre las IIC españolas y las IIC extranjeras comercializadas en España»

Gema Pedrón

Boletín Trimestral de la CNMV, tercer trimestre de 2022

«Resultados de la encuesta sobre criptomonedas y efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV»

David de Miguel Rato y M.^a José Palomar Bueno

Boletín Trimestral de la CNMV, tercer trimestre de 2022

«Análisis sobre la implantación del impuesto español sobre transacciones financieras en los mercados de renta variable»

Ramiro Losada y Albert Martínez Pastor

Documento de Trabajo, n.º 83

«Emisores de valores españoles y su relación con el cambio climático»

Ramiro Losada y Albert Martínez Pastor

Documento de Trabajo, n.º 82

«Medición del riesgo de transición en fondos de inversión»

Ricardo Crisóstomo

Documento de Trabajo, n.º 81

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2021

Glosario

AAPP	Administraciones Públicas
AMCESFI	Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera
APP	<i>Asset Purchase Program</i> (Programa de compra de activos)
APR	Activos ponderados por riesgo
ASG	Ambiental, Social y de Gobernanza
AT	Activo total
AT1	<i>Additional Tier 1</i>
ATM	Activos totales medios
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BCE	Banco Central Europeo
CCA	Colchón de Capital Anticíclico
CCAS	Colchón de Capital Anticíclico Sectorial
CCC	Colchón de Conservación de Capital
CCoB	<i>Capital Conservation Buffer</i>
CCyB	<i>Countercyclical Capital Buffer</i>
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COVID-19	<i>Coronavirus disease 2019</i> (enfermedad por coronavirus 2019)
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i>
CRE	<i>Commercial Real Estate</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CRS	Colchón de riesgos sistémicos
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> (Programa de compras de deuda corporativa)
CTEF	Comité Técnico de Estabilidad Financiera (AMCESFI)
DeFi	<i>Decentralised finance</i> (finanzas descentralizadas)
DFR	<i>Deposit facility rate</i>
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
D-SIB	<i>Domestic Systemically Important Bank</i> (OEIS)
EBA	European Banking Authority
EBITDA	<i>Earnings before interests, depreciation and amortisation</i> (resultado antes de intereses, depreciaciones y amortizaciones)
ECB	European Central Bank (BCE)
ECC	Entidad de contrapartida central
EFC	Establecimiento financiero de crédito
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
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance</i> (ambiental, social y de gobernanza)
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autoridad europea de valores y mercados)
ESRB	European Systemic Risk Board (JERS)
Eur	Euro
FIA	Fondos de inversión alternativa
FMI	Fondo Monetario Internacional
FP	Fondos propios
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Financial Stability Board
FSR	<i>Financial Stability Report</i> (IEF)
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
G-SIB	<i>Global Systemically Important Bank</i> (EISM)
G-SII	<i>Global Systemically Important Institution</i> (OEIS)
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i>
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IEF	<i>Informe de Estabilidad Financiera</i> (del Banco de España)
IFNB	Intermediación Financiera No Bancaria
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
IMF	International Monetary Fund (FMI)
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios de Consumo
IRS	Indicador de Riesgo Sistémico
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
LCCTE	Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética
LEI	<i>Legal Entity Identifier</i> (identificador de entidad jurídica)
LGD	<i>Loss Given Default</i> (pérdida en caso de impago)
LTI	<i>Loan-to-Income</i> (cociente entre el valor del préstamo y los ingresos del prestatario)
LTP	<i>Loan-to-Price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
LTRO	<i>Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo)
LTV	<i>Loan-to-Value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
MiCA	<i>Markets in Cryptoassets</i> (Reglamento sobre mercados de criptoactivos)
MINECO	Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital
mm	Miles de millones

MUS	Mecanismo Único de Supervisión
NBFI	<i>Non-banking financial intermediation</i>
OEIS	Otra Entidad de Importancia Sistémica
OIF	Otras instituciones financieras
OIS	<i>Overnight index swap</i>
ORSA	<i>Own Risk and Solvency Assessment</i>
O-SII	<i>Other Systemically Important Institution</i> (OEIS)
pb	Puntos básicos
PD	<i>Probability of default</i> (probabilidad de impago)
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (Programa de compra de emergencia pandémica)
PER	<i>Price earnings ratio</i> (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
PIB	Producto Interior Bruto
PIIN	Posición de Inversión Internacional Neta
pp	Puntos porcentuales
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ROF	Resultado de operaciones financieras
RWA	<i>Risk Weighted Assets</i> (APR)
SFNB	Sector financiero no bancario
SGTFI	Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional
SHS	<i>Securities Holdings Statistics</i>
SHSS	<i>Securities Holdings Statistics by Sector</i>
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SNF	Sociedades no financieras
SOCIMI	Sociedad Anónima Cotizada de Inversión Inmobiliaria
SRB	Single Resolution Board (JUR)
SSM	Single Supervisory Mechanism (MUS)
SyRB	<i>Systemic Risk Buffer</i> (CRS)
T2	<i>Tier 2</i>
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
TR	Trimestre
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
USD	Dólar de Estados Unidos

Fecha de cierre: 15 de septiembre de 2023.

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

© Ministerio de Economía, Comercio y Empresa - Banco de España -
Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2024
ISSN: 2660 - 4116