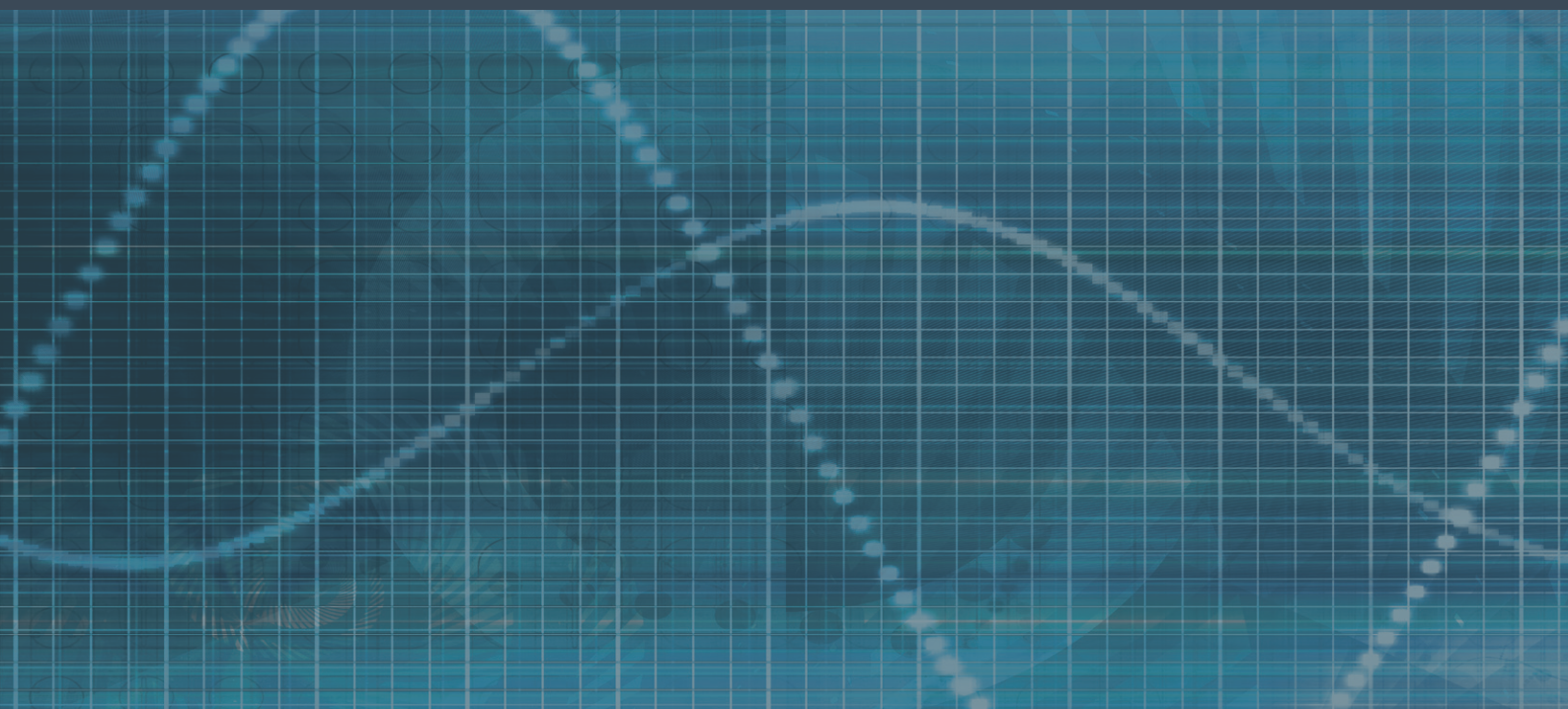


INFORME ANUAL

2023

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

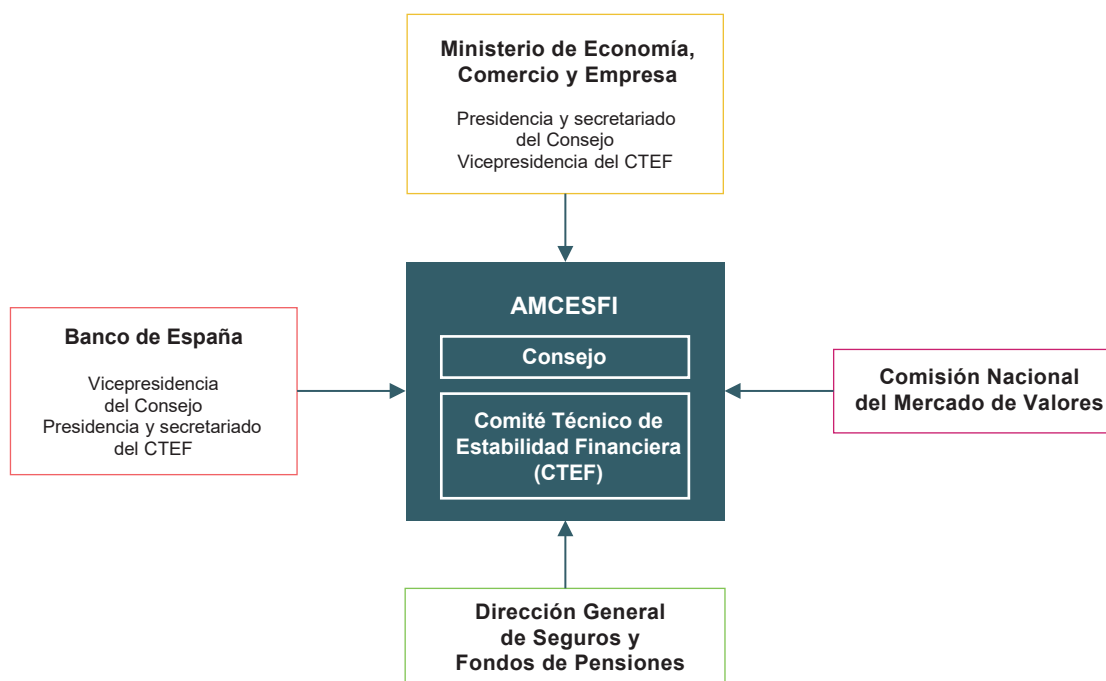
Sobre la AMCESFI

La AMCESFI es la autoridad macroprudencial del sistema financiero español. Creada en 2019, 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 Economía, Comercio y Empresa¹ y 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 Economía, Comercio y Empresa.

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 Denominado Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital durante la mayor parte de 2023. No obstante, este Informe emplea la denominación actual del Ministerio, que ya era vigente a 31 de diciembre de 2023.

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 las 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
1 Actividades de la AMCESFI en 2023	9
2 Entorno macrofinanciero	13
2.1 Principales macromagnitudes	13
2.2 Mercados monetarios y bancos centrales	16
3 Evolución sectorial del sistema financiero	21
3.1 Sector bancario	21
3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas	33
3.3 Intermediación financiera no bancaria	37
3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones	44
Recuadro 3.A Crisis bancarias en Estados Unidos y Suiza durante la primavera de 2023	50
Recuadro 3.B Acuerdos durante la Presidencia española del Consejo de la UE	52
4 Interconexiones en el sistema financiero	55
5 Recomendaciones y avisos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico relevantes para la AMCESFI	61
Recuadro 5.A Coordinación ante ciberincidentes de alcance sistémico	64
Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos	67
Anejo 2 Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (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:

Es un placer presentar el Informe Anual de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) del año 2023, que recoge las principales actividades que ha realizado durante el mismo, así como un análisis de la estabilidad financiera de nuestro país.

El año 2023 estuvo caracterizado por importantes desafíos para la estabilidad financiera. El aumento de los tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales y el consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras, los episodios de crisis bancarias en Estados Unidos y Suiza y el aumento de las tensiones geopolíticas con la continuación de la guerra en Ucrania y el recrudecimiento del conflicto en Oriente Medio han condicionado la evolución de los mercados financieros. Pero, a pesar de todos estos riesgos, el sistema financiero español ha mostrado una notable resistencia, fruto de la buena marcha de la economía, la mejora de la situación financiera de hogares y empresas durante la última década y de las mejoras en el marco institucional del sistema financiero.

La consolidación de la recuperación económica en 2023 ha permitido que España alcance un crecimiento del PIB superior a las grandes economías de su entorno y por encima de la media del área de euro. Este crecimiento se ha apoyado en la mejora del mercado laboral para generar más empleo y de mejor calidad y el buen desempeño de nuestro sector exterior, entre otros factores. Además, esto ha sido compatible con la reducción del déficit y la ratio de endeudamiento del sector público. En definitiva, la economía española en 2023 siguió creciendo y lo hizo con un patrón equilibrado, como ha quedado de manifiesto recientemente con la salida de España del grupo de países de la Unión Europea (UE) con desequilibrios macroeconómicos.

Además, los hogares y empresas españolas se han enfrentado al endurecimiento de las condiciones financieras desde una mejor posición. Por un lado, tras más de una década de esfuerzo de desendeudamiento interrumpido solo temporalmente por la pandemia, las familias y empresas españolas muestran niveles de endeudamiento por debajo de la media de la zona euro. Por otro lado,

el crecimiento económico y la creación de empleo han permitido sostener los ingresos con los que afrontar los mayores gastos financieros.

Las mejoras en el marco institucional, supervisor y regulador, del sistema financiero español han quedado de manifiesto en la reciente evaluación quinquenal del Fondo Monetario Internacional a través de su *Financial Sector Assessment Program*. El FMI constata la capacidad de las entidades de crédito, hogares y familias de resistir *shocks* adversos. Además, reconoce que, desde su anterior evaluación de 2017, el marco de la política macroprudencial ha sido sustancialmente reforzado con la creación de la AMCESFI y subraya las mejoras en otros ámbitos como el de la ciberseguridad, las infraestructuras de mercado, la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo o el ecosistema Fintech en España.

La AMCESFI ha mantenido durante 2023 un sustancial ritmo de actividad, a través de las reuniones de su Consejo y su Comité Técnico de Estabilidad Financiera y otras labores, como este Informe anual describe. Un hito especialmente relevante fue la publicación de su primer *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero*, centrado en evaluar el impacto del cambio climático en el sector financiero español. Como este informe pone de manifiesto, los elevados costes de no actuar frente al cambio climático hacen que esta opción no sea una alternativa. Por eso, con el objetivo de lograr la descarbonización de nuestra economía, una transición gradual y predecible es la mejor alternativa, permitiendo que el sector financiero contribuya a la reasignación de recursos necesarios al mismo tiempo que se preserva la estabilidad financiera del sistema.

Otro hito de 2023 fue la presidencia rotatoria española del Consejo de la UE en el segundo semestre del año. En estos meses el liderazgo español ha permitido impulsar numerosos expedientes en el ámbito de la regulación financiera europea con logros significativos en legislación bancaria y de mercados de capitales y sistemas de pagos, entre otros. Además, esta presidencia ha permitido visibilizar el compromiso de las autoridades españolas con la estabilidad financiera en el ámbito europeo, íntimamente ligada con la estabilidad financiera nacional.

Desde su nacimiento en 2019, la AMCESFI ha desempeñado sus funciones para prevenir y mitigar el riesgo sistémico y promover que el sistema financiero español contribuya de manera sostenible al crecimiento y bienestar económico. En estas labores, la AMCESFI se ha convertido en un foro clave para el intercambio y la cooperación entre las autoridades nacionales responsables de regular y supervisar el sector financiero español y es un ejemplo de la coordinación y el esfuerzo 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. Con esta experiencia acumulada, la AMCESFI seguirá trabajando de manera coordinada para preservar la estabilidad del sistema financiero español de manera que pueda contribuir al crecimiento de la economía y el bienestar social y la cohesión de nuestro país.

1 Actividades de la AMCESFI en 2023

La AMCESFI se reunió de manera regular durante su quinto año de actividad. En concreto, el Consejo y el Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF) mantuvieron tres y cuatro reuniones, respectivamente, durante 2023, complementadas con puntuales procedimientos escritos. Entre las principales cuestiones abordadas, destacan las relacionadas con los principales riesgos y vulnerabilidades sistémicas; la evolución de la actividad de los sectores que conforman el sistema financiero; la situación del sector inmobiliario; las reformas regulatorias en el ámbito de las finanzas sostenibles; la designación de una autoridad nacional de contacto para el nuevo marco paneuropeo de coordinación ante ciberincidentes; los preparativos relacionados con el programa de evaluación del sector financiero de España por parte del Fondo Monetario Internacional; la planificación y elaboración de informes públicos regulares, y la revisión del reglamento interno de la AMCESFI.

En 2023, la AMCESFI publicó su primer Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero español, en cumplimiento del mandato establecido en la Ley de Cambio Climático y Transición Energética². El informe incluye un análisis del impacto estimado de los riesgos de transición y físicos sobre el sistema financiero español. Dicho análisis apunta a que estos serían inferiores en un escenario donde las medidas para fomentar la descarbonización de la economía se adoptan de manera temprana y ordenada, al tiempo que justifica la conveniencia de que las medidas de transición vayan acompañadas de mecanismos para mitigar los impactos sobre la reasignación de recursos entre sectores y entre empresas, así como sobre los hogares más vulnerables. El documento también plantea diversos retos para las autoridades financieras, derivados de la incertidumbre sobre el cambio climático, las limitaciones de los modelos analíticos actualmente empleados y la necesidad de aumentar la información disponible.

En materia de medidas macroprudenciales, la AMCESFI emitió una opinión favorable sobre la medida macroprudencial del Banco de España relativa a identificación de entidades de importancia sistémica nacional. De conformidad con el Artículo 16 del Real Decreto 102/2019, la AMCESFI fue informada acerca de seis propuestas macroprudenciales relacionadas con entidades de crédito por parte del Banco de España a lo largo de 2023. En concreto, se comunicaron al CTEF de la AMCESFI: i) cuatro medidas trimestrales del colchón de capital anticíclico aplicable a las exposiciones crediticias ubicadas en España, y ii) dos medidas anuales de identificación de entidades de importancia sistémica —mundial y nacional—, junto con la fijación de los colchones de capital asociados (véase el epígrafe 3.1). Respecto

² Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética.

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2023

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el Consejo
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Ministro	Carlos Cuerpo Caballero	Presidente
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 Economía, Comercio y Empresa	Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa	Gonzalo García Andrés	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	Sergio Álvarez Camiña	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretario general del Tesoro y Financiación Internacional		Secretario

FUENTE: AMCESFI.

a la medida vinculada a las entidades de importancia sistémica nacional³, la AMCESFI decidió emitir una [Opinión](#) en la que se valora favorablemente la nueva metodología empleada por el Banco de España para la determinación de este requerimiento macroprudencial, basada a su vez en el marco revisado del Banco Central Europeo (BCE) sobre colchones mínimos para OEIS en la Unión Bancaria. Por su parte, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) no transmitieron a la AMCESFI propuestas de actuación macroprudencial en 2023.

Los miembros de la AMCESFI compartieron los informes y publicaciones sobre estabilidad financiera y política macroprudencial de sus instituciones.

El CTEF fue informado de las ediciones de primavera y otoño del *Informe de Estabilidad Financiera* y de la *Revista de Estabilidad Financiera* del Banco de España, así como de las *Notas de Estabilidad Financiera* semestrales de la CNMV. El Banco de España también compartió su informe de 2023 sobre el ejercicio de pruebas de resistencia de entidades bancarias españolas bajo su supervisión directa, que preceptivamente remitió a las Cortes Generales en cumplimiento del artículo 55 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. El anejo 3 ofrece una relación detallada de las principales publicaciones —de relevancia para la estabilidad financiera— llevadas a cabo por las instituciones miembros de la AMCESFI durante los últimos doce meses.

³ Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS).

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2023

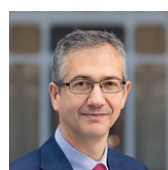
Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el CTEF
Banco de España	Subgobernadora	Margarita Delgado Tejero	Presidenta
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretario general del Tesoro y Financiación Internacional		Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Montserrat Martínez Parera	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Director general del Tesoro y Política Financiera	Álvaro López Barceló	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	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.

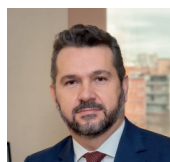
Esquema 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2023



Carlos
Cuerpo Caballero
(Presidente)



Pablo
Hernández de Cos
(Vicepresidente)



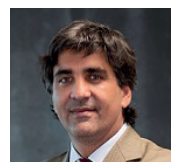
Rodrigo
Buenaventura
Canino
(Miembro)



Margarita
Delgado Tejero
(Miembro)



Montserrat
Martínez Parera
(Miembro)



Gonzalo
García Andrés
(Miembro)



Sergio
Álvarez Camiña
(Miembro)

FUENTE: AMCESFI.

A finales del año pasado se produjo un cambio en la presidencia de la AMCESFI como consecuencia del nombramiento del ministro de Economía, Comercio y Empresa. El 29 de diciembre de 2023, Carlos Cuerpo Caballero —hasta entonces secretario general del Tesoro y Financiación Internacional— tomó posesión de su nuevo cargo al frente del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa —anteriormente denominado Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (asociado a la Vicepresidencia Primera del Gobierno)—, convirtiéndose así en presidente del Consejo de la AMCESFI en sustitución de Nadia Calviño Santamaría, quien había liderado la AMCESFI desde su creación en marzo de 2019.

La AMCESFI elaboró en 2023 su *Informe Anual* correspondiente a 2022. El documento fue publicado, junto con su versión en inglés, el 26 de enero de 2024 y está disponible en el sitio web de la AMCESFI (www.amcesfi.es).

2 Entorno macrofinanciero

2.1 Principales macromagnitudes

La economía española mantuvo su fase de crecimiento del PIB en 2023. El crecimiento en volumen del PIB en 2023 fue del 2,5%, superando las previsiones de los analistas. Tras la contracción de la actividad económica experimentada en el año 2020 como consecuencia del COVID-19, la economía española ha encadenado tres años consecutivos de crecimiento, y ha mostrado un dinamismo mayor que las principales economías del área del euro. En 2023, los factores que han explicado que la economía española haya crecido por encima de lo previsto han sido el aumento del consumo privado y público, la fortaleza del mercado de trabajo y el despliegue de los fondos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia.

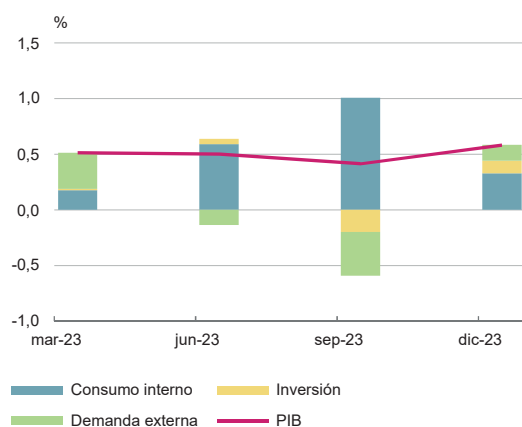
La creación de empleo volvió a situarse en máximos históricos tras superar los niveles del año anterior. El año 2023 se cerró con 20,8 millones de afiliados a la Seguridad Social y durante el año se produjo un incremento del empleo de 539.740 personas (gráfico 2.1.2). Aunque el crecimiento se moderó en la segunda mitad del año, en términos desestacionalizados la tasa de paro siguió cayendo entre julio y diciembre y el mercado de trabajo continuó mostrando una notable resistencia. Como consecuencia, dicha tasa al cierre de 2023 fue del 11,80% (véase gráfico A1.1 del anejo 1), la más baja en un final de año desde 2007. Además, esta evolución ha venido acompañada de una mejora en la calidad del empleo, como muestra la continua evolución a la baja que desde 2021 ofrece la tasa de temporalidad que a finales de 2023 se situó en el 16,49%.

La evolución del PIB en España se vio marcada por la ralentización del crecimiento en el área del euro y por los elevados niveles de los tipos de interés. La moderación del crecimiento en el área del euro explicaría el descenso mostrado por las exportaciones españolas en el segundo y tercer trimestre del año. A su vez, la contribución del gasto turístico al crecimiento del PIB en España experimentó un descenso, tras superar los niveles previos de la crisis pandémica. Por otro lado, la subida de los tipos de interés oficiales se completó en 2023. El coste del crédito a hogares y empresas se encareció en 2023, factor que contribuye a explicar el descenso de la concesión de nuevo crédito y que, unido a la amortización extraordinaria de deudas bancarias, determinó una reducción del saldo vivo en ambos segmentos. A pesar de esta evolución, la tasa de créditos dudosos continuó en niveles reducidos y finalizó 2023 con una tendencia descendente con respecto a los últimos años.

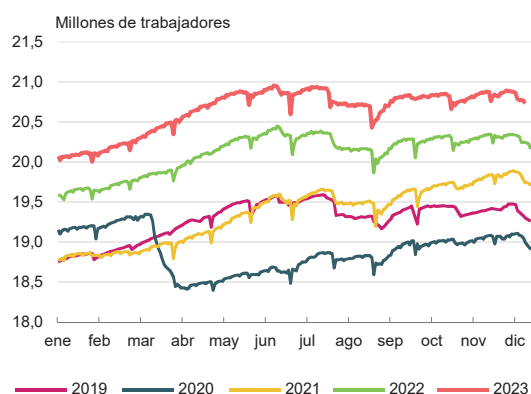
Los fundamentales internos y externos de la economía española tuvieron una evolución positiva en 2023. El superávit por cuenta corriente pasó del 0,6% del PIB en 2022 al 2,6% en 2023, impulsado por el descenso del

Gráfico 2.1 Principales macromagnitudes

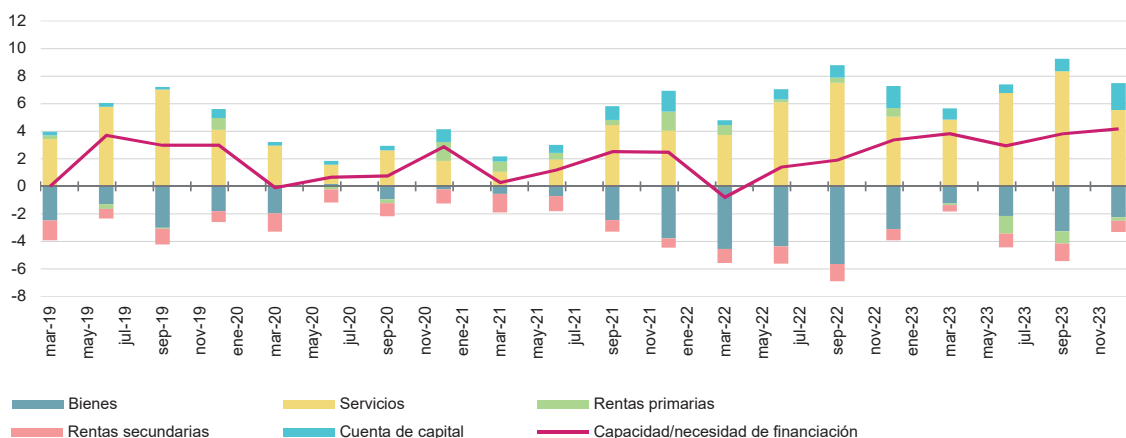
1 PIB trimestral por componentes



2 Afiliación a la Seguridad Social



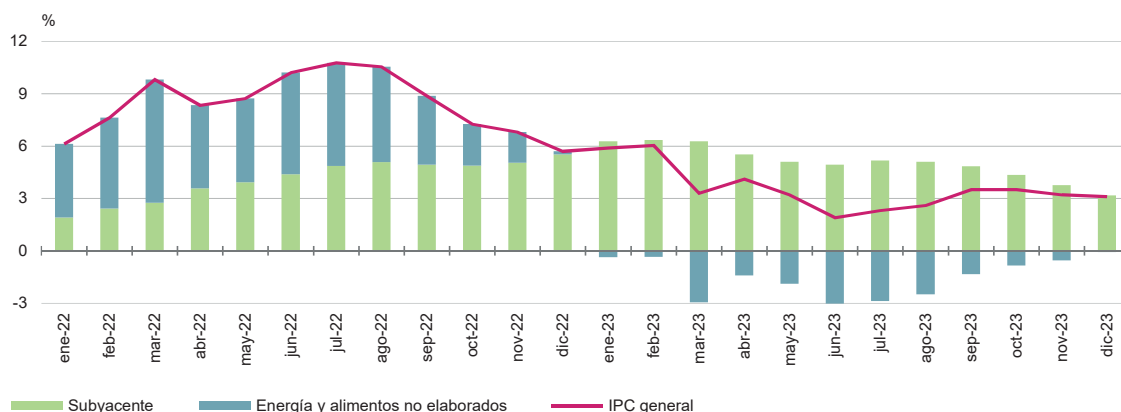
3 Evolución de capacidad y necesidad de financiación de la economía española y sus componentes



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

precio de las importaciones de bienes energéticos. Se trata del duodécimo año consecutivo en el que la economía española registró superávit por cuenta corriente. Por otro lado, el saldo de la cuenta de capital alcanzó el 1,1 % del PIB, con lo que registró, como en 2022, un saldo superavitario. En conjunto, la economía española alcanzó una capacidad de financiación por un importe equivalente al 3,7 % del PIB en 2023. Dicha capacidad de financiación, unida al crecimiento del PIB nominal, permitió continuar con la reducción del saldo deudor de la posición de inversión internacional neta (–52,8 % del PIB en 2023, frente al –60 % en 2022). En cuanto a los fundamentales internos, se mantuvo el proceso de desapalancamiento y la deuda privada cayó al 111,7 % del PIB en 2023, frente al 123,5 % doce meses antes. Dicha evolución se debió en gran medida al aumento de las rentas, aunque también contribuyó a ello la reducción de la deuda nominal.

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

En 2023, la economía española continuó experimentando un proceso desinflacionario, en virtud del cual la inflación pasó del 5,7% interanual en diciembre de 2022 al 3,1% en diciembre de 2023. El IPC cayó fuertemente en términos interanuales entre marzo y junio, repuntó desde julio hasta septiembre y permaneció por encima del 3% en el último trimestre del año. Esta dinámica se halla parcialmente explicada por las medidas adoptadas para contener el alza de los precios, por el descenso del precio de los bienes energéticos y alimentos, por los efectos base y por la política monetaria contractiva. Asimismo, la inflación subyacente cayó del 7% interanual en diciembre de 2022 al 3,8% interanual a finales de 2023, sin que se hayan producido hasta la fecha efectos de segunda ronda y observándose que los aumentos salariales se vieron absorbidos por los menores márgenes empresariales, sobre todo en la segunda mitad del año.

La reducción de la ratio de déficit público hasta el 3,66% del PIB en 2023 es fundamentalmente atribuible al fuerte aumento de los ingresos en términos absolutos y a que el aumento del gasto público se produjo a menor ritmo que el crecimiento del PIB. Los ingresos tributarios se situaron en máximos históricos (271.935 millones de euros), como consecuencia del incremento de la actividad económica, el elevado ritmo de creación de empleo y la inflación, creciendo un 6,4% con respecto al nivel de recaudación de 2022. A su vez, el despliegue de medidas para paliar los efectos de la inflación —sin las cuales el déficit se habría situado en el 2,5% del PIB— contribuyó al crecimiento del gasto. Asimismo, en comparación con 2022, el déficit de las Administraciones Públicas cayó un 16%, hasta el ya citado 3,66% del PIB.

Esta evolución permitió mantener la senda de reducción de la ratio de deuda pública, que se situó en el 107,7% del PIB a cierre de 2023, 3,9 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel del cierre de 2022 (véase gráfico A1.1 del anejo 1). Esto supuso un descenso de 12,6 pp con respecto a finales de 2020. La emisión neta soberana se redujo en casi 5.000 millones de euros, hasta los

65.126 millones de euros, y la emisión bruta se situó en 251.995 millones de euros. Dado el contexto de política monetaria contractiva, el coste medio de la deuda pública emitida en 2023 creció hasta el 3,44 %, frente al 1,35 % en 2022, mientras que el coste de la deuda pública viva repuntó de manera más moderada en 2023, hasta el 2,09 %, desde el 1,73 % en 2022.

2.2 Mercados monetarios y bancos centrales

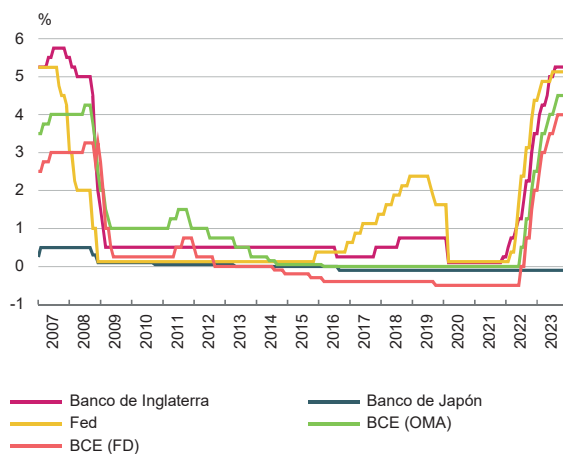
En 2023, los bancos centrales continuaron con la política monetaria contractiva iniciada en 2022, afectando con ello de manera significativa al comportamiento de los mercados monetarios. En comparación con 2022, el ritmo de subida de tipos de los principales bancos centrales se ralentizó, mientras que se intensificó la reducción de sus balances. Entre febrero y julio, la Reserva Federal estadounidense aumentó los tipos de interés oficiales en 100 puntos básicos (pb), manteniéndolos inalterados desde entonces. En el caso del Banco de Inglaterra, el tipo de interés de referencia se incrementó en 175 pb entre febrero y agosto. La excepción fue el Banco de Japón, que mantuvo el tono expansivo de años anteriores, prosiguiendo la política de control de la curva de tipos.

En 2023, el Consejo de Gobierno del BCE elevó los tipos de interés 200 pb entre febrero y septiembre, manteniéndolos inalterados en las dos últimas reuniones del año. A principios de 2023, el tipo de la facilidad de depósito, tipo de interés de referencia en el entorno actual, se situaba en el 2 %. El Consejo de Gobierno del BCE optó por dos subidas de 50 pb en sus reuniones de febrero y marzo, reduciendo el ritmo de las subidas a 25 pb en las cuatro siguientes reuniones. Por tanto, los tipos oficiales terminaron el año en el 4 % en el caso de la facilidad de depósito, el 4,5 % en el de las operaciones principales de refinanciación y el 4,75 % en el de la facilidad marginal de crédito.

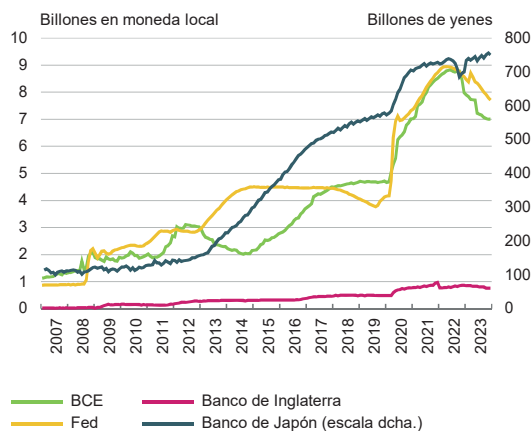
La senda esperada de los tipos de interés oficiales del Eurosistema experimentó cierta volatilidad durante 2023, aunque con una tendencia a la baja en 2024. El segmento del mercado monetario de *swaps*, uno de cuyos pilares es el tipo de interés *overnight* (el €STR en el área del euro), conocido como OIS (*overnight index swap*), 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 un aumento progresivo de los tipos de interés en la primera mitad de 2023, si bien estas se estabilizan en la segunda mitad del año y comienzan a descontar bajadas de tipos de interés en 2024. A finales de 2023 se observa un adelanto y una intensificación de las reducciones esperadas. En diciembre pasado, el mercado de *forwards* OIS esperaba un tipo oficial (facilidad de depósito) terminal del 1,75 %. No obstante, cabe destacar que los *forwards* sobre OIS no capturan la expectativa pura del tipo oficial, ya que incorporan una prima de riesgo.

Gráfico 2.3 Bancos centrales

1 Tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales

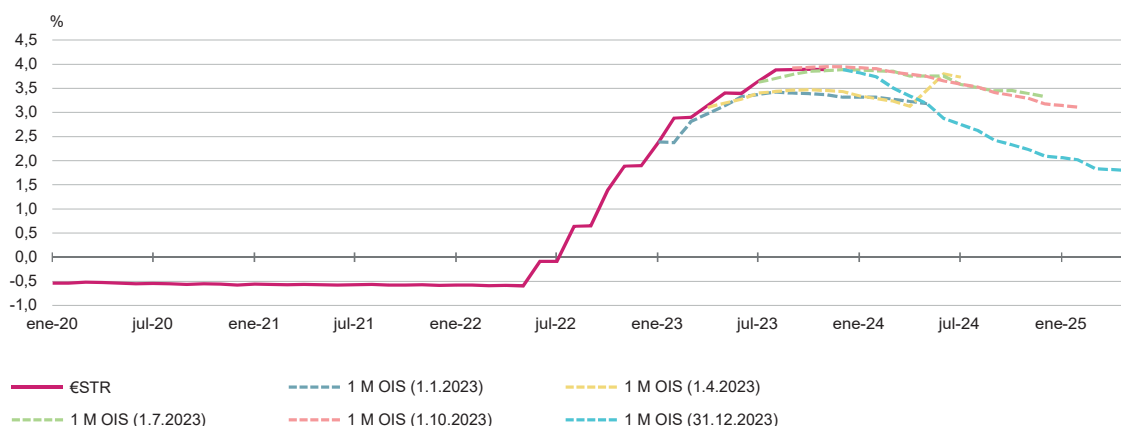


2 Tamaño del balance de los principales bancos centrales



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.
NOTA: Fed: Reserva Federal de Estados Unidos; FD: facilidad de depósito; OMA: operaciones de mercado abierto.

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



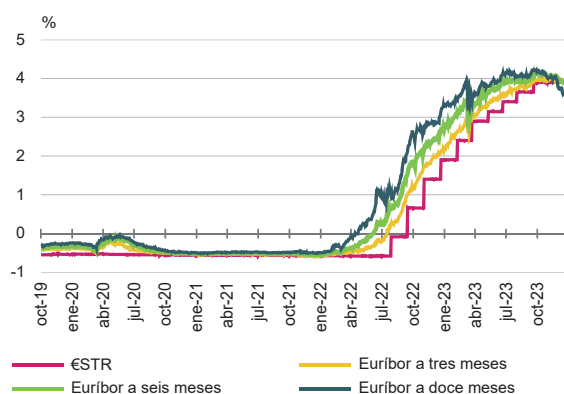
FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

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 OIS sobre el €STR que cotizaban en el mercado en las fechas indicadas.

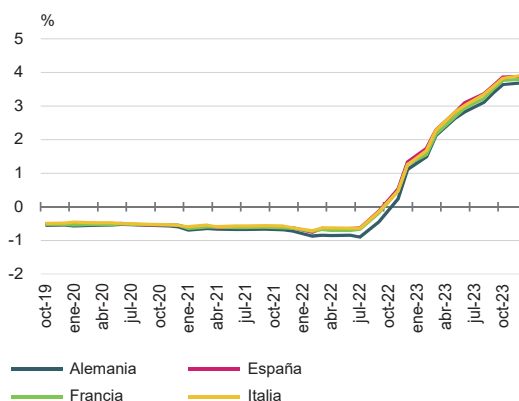
La subida de los tipos oficiales siguió transmitiéndose a los tipos de interés del mercado monetario. En relación con los tipos determinados en el segmento no garantizado, el tipo *overnight* (€STR) ha seguido en gran medida la variación del tipo de interés asociado a la facilidad de depósito —manteniéndose 10 pb por debajo del mismo—, como consecuencia de la composición de las operaciones que integran el cálculo del €STR y de la naturaleza de los agentes que pueden acceder a las operaciones del BCE, dada la imposibilidad de acceder a la facilidad de depósito por parte de los agentes no bancarios. Los tipos euríbor a distintos plazos evolucionaron en el mismo sentido, si bien reflejaron distintos diferenciales

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, por países (a)



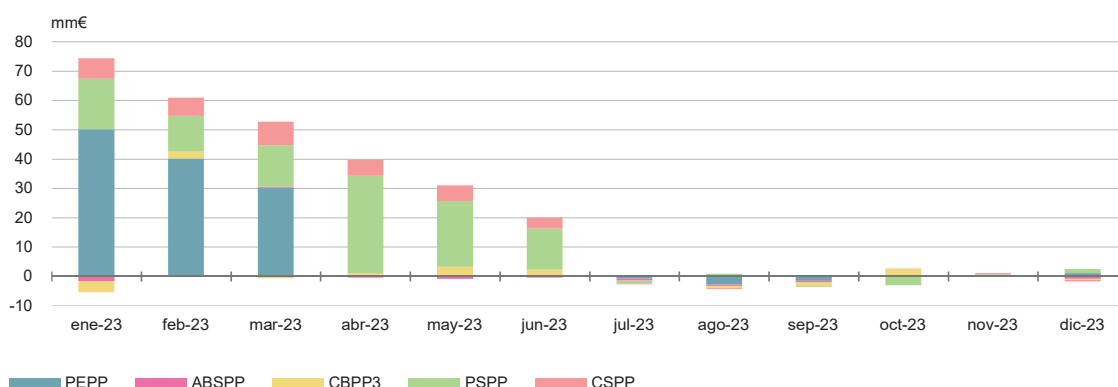
FUENTES: Banco Central Europeo (*Money Market Statistical Reporting*) y Refinitiv.

a Para operaciones *overnight*.

positivos respecto del tipo *overnight* en función de sus respectivos vencimientos. En noviembre de 2023, el euríbor a doce meses empezó a caer, cumpliendo las expectativas de los agentes, que esperaban bajadas de tipos en 2024, una vez que el BCE señaló en septiembre que podrían haber concluido las subidas de tipos. Por otro lado, los tipos del segmento garantizado (o repo) también han transmitido la normalización de la política monetaria, aunque en ciertos momentos se produjeron episodios de escasez de activos colaterales de determinados soberanos que motivaron que la transmisión se produjese con cierto retardo.

En 2023 continuó el proceso de reducción del balance del Eurosistema, que cayó 962 mm de euros, hasta los 6,99 billones de euros, debido en gran parte a los repagos de las *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTROs). Las amortizaciones de los préstamos de TLTROs supusieron 925.000 millones de euros de dicha reducción, produciéndose en seis ventanas diferentes, de tal manera que el saldo de TLTROs vivos pasó de 1.300 mm de euros a 392 mm de euros a diciembre de 2023. En el caso de las entidades españolas, la reducción del saldo vivo fue de 111.414 millones de euros, hasta los 22.441 millones de euros. En 2024, se producirán los repagos definitivos de las TLTROs en las tres ventanas de marzo, junio y septiembre. La subida de los tipos de interés oficiales supuso un cambio en la composición de los activos bancarios en el área del euro. Como consecuencia de la remuneración de la facilidad de depósito y la amortización anticipada de las TLTROs, el peso del saldo de la facilidad de depósito sobre activos bancarios creció considerablemente. Sobre los activos bancarios del país, el saldo en la facilidad de depósito supuso el 10,2% en Alemania, el 8% en España y el 4,4% en Italia. El peso de la financiación TLTRO fue descendiendo en todos los países a medida que avanzaba la amortización de las TLTROs. En España numerosos bancos llevaron a cabo amortizaciones anticipadas y el saldo descendió rápidamente —desde un punto de partida más elevado— hasta el nivel de otros países.

Gráfico 2.6 Compras netas de activos del Eurosistema, por programa



FUENTE: Banco Central Europeo.

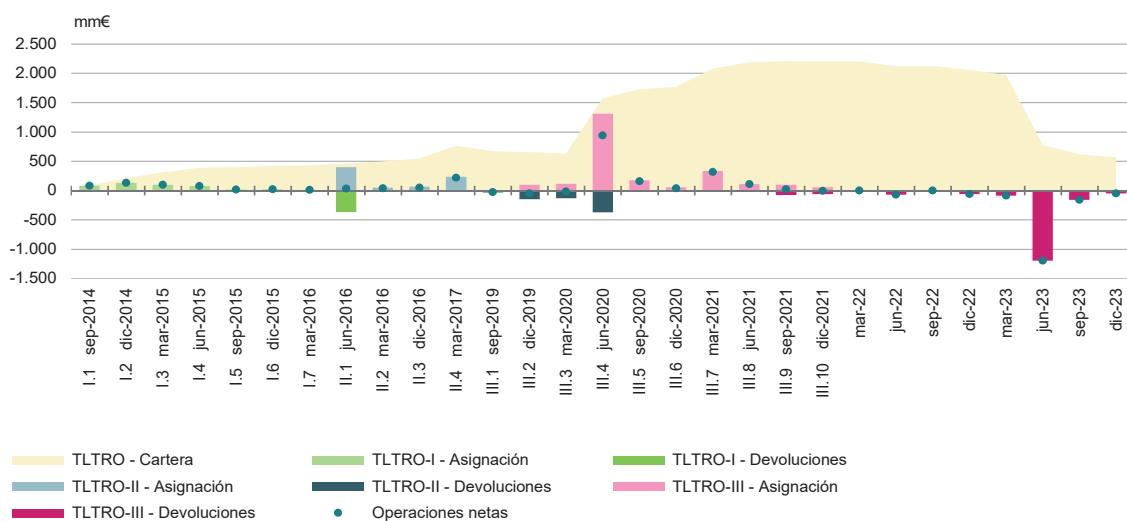
NOTA: El APP (*Asset Purchase Programme*) lo componen el PSPP (*Public Sector Purchase Programme*), el CBPP3 (*Covered Bond Purchase Programme 3*), el CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*), el ABSPP (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*) y el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*).

También se empezó a reducir el saldo de la cartera de los programas de compras de activos del Eurosistema. En 2023 las compras netas acumuladas de activos bajo el *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) alcanzaron los 18 millones de euros. Hasta noviembre las compras netas acumuladas habían caído 2.113 millones de euros, sin embargo, las reinversiones de noviembre y diciembre llevaron a que el saldo neto de compras fuese prácticamente nulo. Asimismo, el 14 de diciembre el Consejo de Gobierno anunció cambios en la política de reinversiones del PEPP para avanzar en la normalización del balance del Eurosistema⁴. Por tanto, la previsión sobre las reinversiones es que se mantengan estables en el primer semestre de 2024, que en la segunda mitad del año se reduzca el tamaño del programa en promedio 7.500 millones de euros al mes y que desde finales de 2024 ya no se produzcan reinversiones. Por otro lado, las compras netas totales bajo los programas de compra ordinarios (*Asset Purchase Programme*, APP) cayeron 211.770 millones de euros en 2023 (gráfico 2.6). A partir de marzo de 2023 se dejaron de reinvertir los principales de los valores que vencían y la cartera de APP cayó mensualmente 15.000 millones de euros en promedio. El 4 de mayo el Consejo de Gobierno del BCE anunció (y confirmó el 15 de junio) que, a partir de julio se pretendían finalizar las reinversiones bajo este programa. En diciembre de 2023 las tenencias totales de deuda pública española por el Eurosistema alcanzaron los 509.699 millones de euros, lo que supone un 32 % de la deuda en circulación.

El volumen de transacciones en los mercados monetarios creció 86.000 millones de euros en 2023. La actividad fue más dinámica en los mercados monetarios en un contexto de descenso del exceso de liquidez en el sistema bancario. Así, el volumen medio diario de operaciones aumentó un 14 % para las

⁴ «Decisiones de política monetaria», nota de prensa del BCE de 14 de diciembre de 2023.

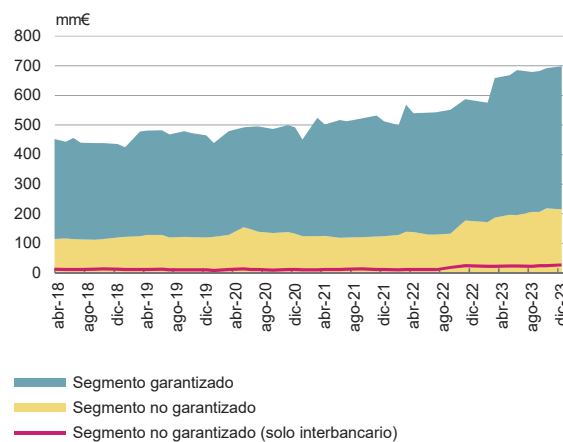
Gráfico 2.7 Operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas



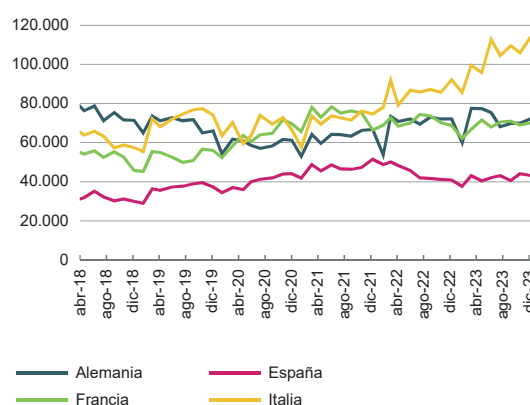
FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

Gráfico 2.8 Financiación en el mercado monetario

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



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



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

operaciones no garantizadas (depósitos interbancarios, por ejemplo) y un 15 % para las operaciones garantizadas (principalmente repos). La financiación en el mercado monetario para las entidades de crédito siguió siendo más relevante en Italia que en otros países como Francia y Alemania (gráfico 2.8).

3 Evolución sectorial del sistema financiero

3.1 Sector bancario

En 2023 el sector bancario español alcanzó un nivel de rentabilidad históricamente elevado, superando sustancialmente los beneficios de 2022. El fuerte crecimiento del margen de intereses fue el principal responsable de esta mejora, al continuar la traslación asimétrica del alza de los tipos de interés al activo y al pasivo de las entidades (más intensa en los primeros), lo que permitió compensar holgadamente el encarecimiento de las fuentes de financiación a través del margen unitario de intermediación. El crédito mostró una cierta contracción en el año, coherente con el entorno de tipos de interés más altos, si bien las ratios de exposiciones problemáticas se han mantenido relativamente estables. Este hecho contribuyó también al buen resultado a través de la contención de las pérdidas por deterioro, sobre todo a nivel doméstico. Pese a que el balance del Eurosistema continuó reduciéndose en 2023 (lo que supone menores facilidades de financiación), la posición de liquidez del sector también se fortaleció. En términos de solvencia, sin embargo, no se observó una mejora significativa de la ratio de capital regulatorio de nivel 1 ordinario, aunque las entidades españolas presentan en la actualidad una posición agregada holgada respecto de los mínimos regulatorios.

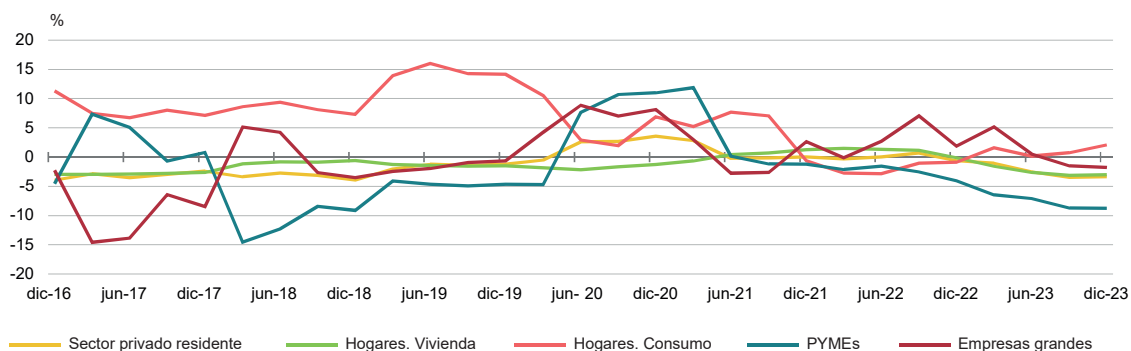
Evolución del crédito en el negocio en España y el exterior

En España el crédito concedido por las entidades de depósito al sector privado residente cayó en 2023 con más fuerza que en el año anterior. El saldo vivo del crédito descendió en el conjunto del año un 3,4 % en tasa interanual (véase gráfico 3.1.1, panel 1), tanto en el conjunto de hogares como en el de empresas y de forma generalizada por entidades. No obstante, hay que destacar que esta evolución negativa se moderó en la última parte del año, estabilizándose las tasas de variación tanto en hogares como en sociedades no financieras y empresarios individuales. El incremento de las amortizaciones extraordinarias ha contribuido en parte a esta evolución del crédito. Por último, en las sociedades financieras se registró un repunte del crédito, a pesar de que el peso de esta cartera sobre el conjunto del sector privado residente es pequeño.

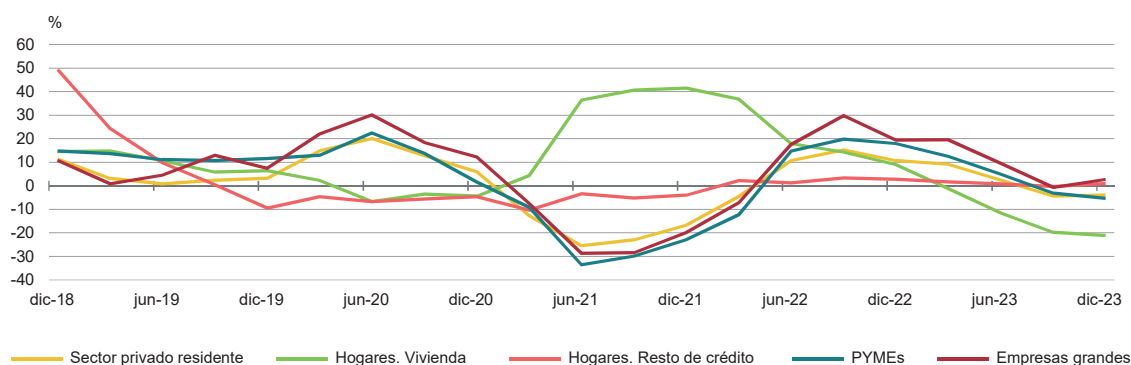
El crédito empresarial se redujo en 2023 de forma significativa, continuando el cambio de tendencia iniciado en el último trimestre del 2022. En particular, el saldo vivo del crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales se redujo un 5,5 % en el último año, hasta 4,1 puntos porcentuales (pp) más que en el año anterior. El descenso fue generalizado por sectores de actividad, si bien la tasa de descenso se redujo ligeramente para los sectores más afectados

Gráfico 3.1.1 Variación del saldo de crédito y del crédito nuevo

1 Tasa de variación interanual del crédito. Negocios en España, DI



2 Tasa de variación interanual del crédito nuevo acumulado en 12 meses. Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

por la pandemia de COVID-19. Por tamaño de empresa, el crédito se redujo en todos los tramos, de forma más intensa en las pymes y, dentro de estas, en las de menor tamaño. En todos los casos la reducción del crédito fue superior a la del año anterior, teniendo en cuenta que el crédito para grandes empresas aumentó en 2022 un 1,8 % (en 2023 ha caído en ese mismo porcentaje). En el caso de los empresarios individuales, la tasa de caída aumentó 4 pp hasta el 8,7 % interanual. Una parte de la disminución del crédito empresarial se debió a la amortización de préstamos concedidos bajo el paraguas del programa de garantías públicas implementado durante la pandemia (descenso⁵ interanual de su saldo cercano al 30 % en 2023).

El crédito a hogares descendió más que el año anterior, debido al comportamiento del concedido para adquisición de vivienda. En 2023 la tasa de descenso del saldo vivo del crédito alcanzó el 2,3 %, lo que es un 2,2 pp más que en 2022. Dentro del crédito a hogares, el comportamiento fue muy distinto en función de la finalidad de concesión del crédito. Así, el

⁵ Puesto que no se conceden nuevas ayudas, esta es una cartera cerrada cuyo volumen se reduce conforme se amortizan los préstamos no problemáticos.

destinado a la adquisición y rehabilitación de vivienda descendió un 3,1 %, frente a la caída mínima del 0,1 % que se observó el año anterior. Esta caída en el crédito para vivienda es la mayor desde 2015. Por el contrario, el resto del crédito a hogares creció un 1,1 %, y destaca el 2,1 % de incremento en consumo (caída del 0,9 % en 2022).

El crédito nuevo se redujo en 2023 a un ritmo menor que el del saldo. Un 3,1 % con respecto a la cantidad otorgada en 2022 para el conjunto de hogares y empresas. El descenso se observó en mayor medida en los hogares (9,5 %), pero afectó también a las sociedades no financieras y los empresarios individuales (1,1 %). Destacó la peor evolución de las pymes, que registraron un descenso del 5,4 % interanual (véase gráfico 3.1.1, panel 2). Dentro de los hogares, el crédito nuevo para vivienda descendió un 17,2 % en el conjunto del año, frente al crecimiento del 2,7 % en 2022.

La ratio de crédito dudoso apenas varió en 2023 (el 3,4 % para el conjunto del sector privado residente), lo que rompió la tendencia a la baja de los ejercicios precedentes. Este comportamiento se observó tanto en los hogares como en las empresas (véase gráfico 3.1.2, panel 1), fruto de un descenso limitado del volumen de dudosos y de la contracción del crédito. Los dudosos (numerador de la ratio), descendieron un 3,7 % para el conjunto del sector privado, una tasa mucho menor a la observada en 2022 (–18,5 %). Por tamaño de empresa, los dudosos crecieron un 0,3 % en las grandes, y se redujeron un 11,5 % en las pymes (lo que provocó una caída de 0,2 pp en la ratio de dudosos hasta el 6,7 %). En los créditos a empresas con garantía ICO, la ratio de crédito dudoso aumentó el 2023 (6,6 pp hasta el 13,7 %), en parte por la reducción de esta cartera⁶ (amortización de créditos no problemáticos). En hogares aumentaron los dudosos tanto en vivienda (6,9 %) como en consumo (2,8 %), incrementándose la ratio de dudosos en el primer caso en 0,3 pp hasta el 2,4 % y manteniéndose la ratio en el segundo en el 4,4 %.

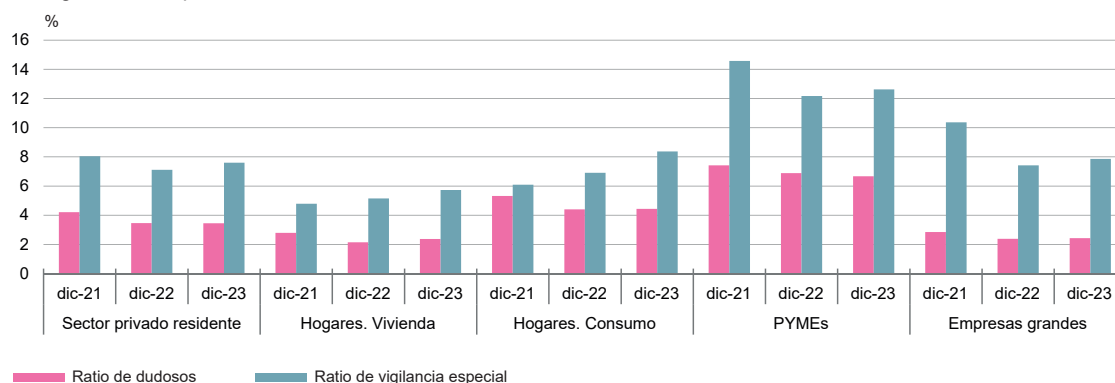
Los préstamos en situación de vigilancia especial⁷ se incrementaron en el 2023, lo que cambió la tendencia a la baja iniciada tras la pandemia. Para el conjunto del sector privado residente, estos créditos aumentaron un 3,2 %, frente al descenso del 12,2 % registrado en 2022. En las sociedades no financieras y empresarios individuales descendieron un 1,6 % en tasa interanual (–22,4 % en 2022), debido al comportamiento de las pymes (–5,4 %). En las grandes empresas los préstamos en esta situación de riesgo aumentaron un 4,1 %. En los hogares se incrementaron un 9,5 %, aumentando especialmente en consumo (23,6 %). En vivienda, la tasa de variación fue algo más moderada (7,8 %). El peso de los créditos en vigilancia especial se situó en el 7,6 % (0,5 pp más que en el 2022),

⁶ De haberse mantenido constante en 2023 el crédito total de la cartera ICO (el denominador de la ratio), el peso de los dudosos habría aumentado 2,7 pp hasta el 9,7 % en diciembre.

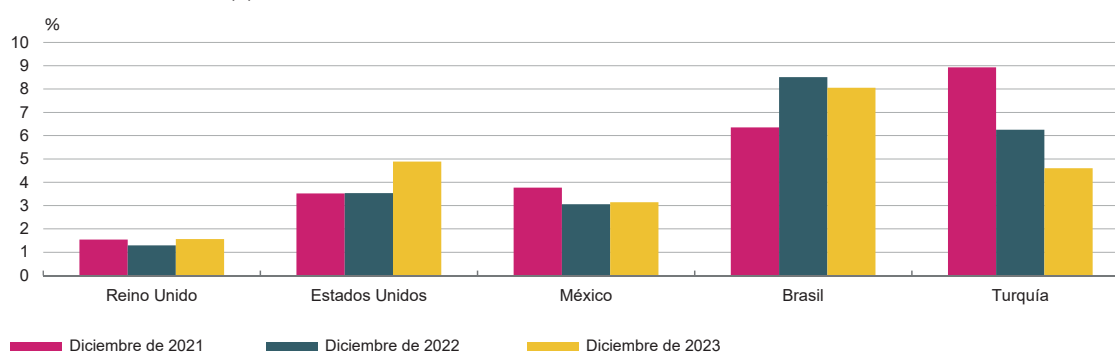
⁷ De acuerdo con la Circular 4/2017 del Banco de España, un crédito se clasifica en vigilancia especial cuando, aun sin haberse producido ningún evento de incumplimiento, se haya observado un incremento significativo del riesgo de crédito desde el momento de la concesión.

Gráfico 3.1.2 Activos problemáticos en España y en el extranjero

1 Ratio de crédito en situación dudosa y en vigilancia especial.
Negocios en España, DI



2 Evolución de la ratio de dudosos en los países extranjeros principales para el sector bancario español.
Datos consolidados (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos correspondientes a las carteras de préstamos al sector privado residente de las entidades de depósito españolas en países extranjeros de importancia significativa.

y subió tanto en los sectores empresariales (0,4 pp, hasta el 10,1 %) como en los hogares (0,6 pp, hasta el 6,1 %).

El resto de los activos problemáticos (refinanciaciones y adjudicados) siguieron con la tendencia observada en el 2022. Los créditos refinanciados o reestructurados descendieron un 16,8 % en tasa interanual (0,3 pp más que en 2022), con un descenso notable en las sociedades no financieras y empresarios individuales (–21,9 %, 10 pp más que en el 2022). Por su parte, en hogares, el descenso fue del 9,6 %, una tasa 14,2 pp más baja. Los adjudicados se situaron en diciembre de 2023 en 15,9 mm de euros, tras bajar casi un 20 % en el último año. Este descenso se suma a los que se venían registrando en los últimos años.

El crédito del negocio en el extranjero se incrementó un 6,2% a lo largo de 2023, en contraste con la contracción observada en España. El crédito concedido por las entidades españolas se redujo en el Reino Unido y Turquía. En

el primer caso, que representa más de la cuarta parte del negocio exterior para los bancos españoles, el crédito se contrajo un 5 %, pese a la ligera apreciación de la libra esterlina. En Turquía, la exposición en euros descendió solo un 2,4 % en tasa interanual, a pesar de la fuerte depreciación de su moneda durante el año. En el resto de las jurisdicciones relevantes para el negocio de las entidades bancarias españolas, el crédito se incrementó. Así, en México, el crédito creció un 20,1 % en euros, en parte debido a la notable apreciación del peso mexicano con respecto al euro. En Estados Unidos, por su parte, creció un 1,8 % en tasa interanual, pese a la depreciación del dólar, mientras que en Brasil la apreciación del real contribuyó a un incremento del 10,8 % del crédito valorado en euros.

La ratio de dudosos en los negocios en el exterior se incrementó, si bien con un comportamiento dispar entre jurisdicciones (véase gráfico 3.1.2, panel 2). La ratio de dudosos del crédito al sector privado residente en Estados Unidos se elevó notablemente (1,4 pp, hasta el 4,9 %), debido al incremento de más de un 40 % en los dudosos. En el resto de las áreas geográficas no se observaron variaciones destacadas en las ratios de dudosos, con la excepción de Turquía, cuya tasa de dudosos mostró un descenso de 1,8 pp hasta el 4,6 %, debido al buen comportamiento de la cartera empresarial.

Condiciones de financiación y liquidez

En el contexto de reducción de balance por parte del Eurosistema, las emisiones de deuda de las entidades bancarias españolas aumentaron significativamente en 2023. También se incrementó su coste, aunque menos que en el año previo. El volumen de deuda emitida en 2023 creció casi un 50 % respecto a 2022 debido a la necesidad de reemplazar parte de la financiación procedente del Eurosistema, así como de satisfacer los requerimientos regulatorios de la normativa de resolución. Tras las turbulencias en los mercados bancarios de marzo de 2023, los mercados de deuda subordinada (Tier 2 y CoCos) recuperaron su actividad en la parte final del año. El coste de la deuda sénior y la deuda *senior non-preferred* pasó del 2,4 % y el 3,4 % en diciembre de 2022 a cerca del 3,9 % y el 4,9 % a finales de diciembre de 2023, respectivamente.

La traslación del alza en los tipos de interés de la política monetaria se produjo con mayor intensidad sobre los tipos de activo que sobre los de pasivo, de forma que los mayores ingresos por intereses compensaron el aumento del coste de financiación de las entidades españolas. En 2023, este coste representaba, en términos consolidados, un 2,5 % de su activo total medio, incrementándose en 1,3 y 2 pp en relación con el coste de 2022 y 2021, respectivamente. El encarecimiento fue generalizado entre las distintas fuentes de financiación, en especial la contribución de los depósitos del sector privado, debido a la posición preponderante en la financiación bancaria y a pesar de que su coste unitario se mantuvo en niveles reducidos. Los ingresos por intereses del activo de las entidades crecieron en mayor medida (en 1,6 y 2,6 pp frente a 2022

y 2021, respectivamente), hasta situarse en el 4,8 % del activo total medio en 2023, lo que compensó el mayor coste de financiación e incrementó de manera notable el margen de intereses de las entidades. Por categoría de activo, los ingresos obtenidos por los préstamos al sector no financiero experimentaron el mayor crecimiento (0,9 pp sobre el activo), seguido de los ingresos procedentes de bancos centrales y otros activos (0,3 pp) (véase gráfico 3.1.3, panel 1).

Por su parte, el coste de capital de los bancos españoles se incrementó en 0,2 pp en términos interanuales, situándose en torno al 9 % en diciembre de 2023. Si bien la incertidumbre sobre la estimación de este coste es elevada⁸, su contención en 2023 habría contribuido también a mitigar el incremento del coste de su pasivo.

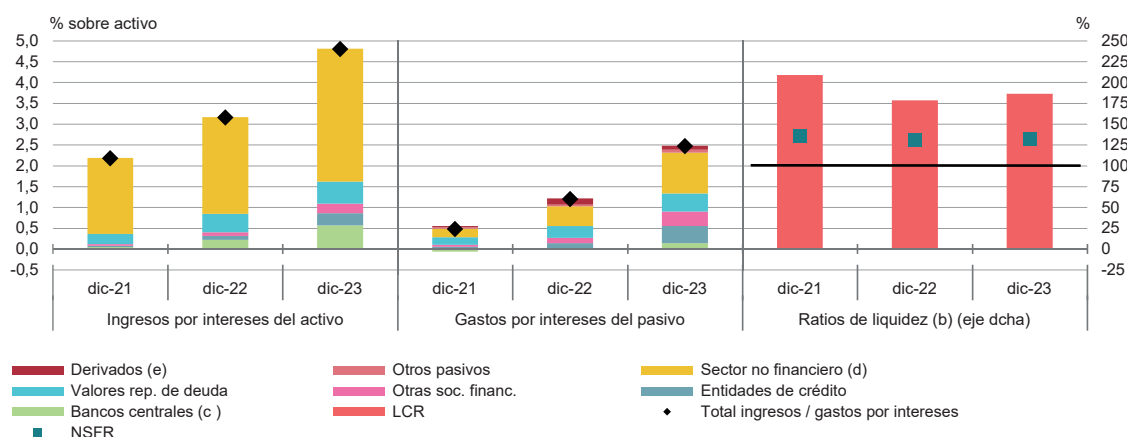
En 2023 se intensificó el trasvase de depósitos a la vista hacia depósitos a plazo debido a la mejora en la remuneración media de estos últimos, que se mantuvo dentro de niveles moderados. El peso de los depósitos a plazo de los hogares y las sociedades no financieras aumentó en 7 pp en 2023 hasta situarse en el 14,6 % del total en diciembre de 2023, muy lejos todavía de los niveles cercanos al 50 % previos al período de expansión cuantitativa que situó los tipos de interés en el entorno del 0 %. El tipo de interés medio pagado por los depósitos (a la vista y a plazo) de los hogares alcanzó el 0,4 % en diciembre de 2023, frente al 0,1 % observado un año antes. En el caso de los depósitos de las empresas no financieras, el tipo medio se situó en el 1,1 %, frente al 0,2 % de diciembre de 2022. A pesar de la moderación esperada de los tipos de política monetaria en 2024, cabe esperar todavía cierto recorrido al alza en el coste de los depósitos bancarios, ya que su remuneración media se mantiene significativamente por debajo de los tipos oficiales y ha mostrado hasta ahora un incremento rezagado respecto de los tipos de activo. Además, podría continuar el flujo de depósitos a la vista hacia plazos más largos, así como hacia otras opciones de inversión con mayor rentabilidad, como los fondos de inversión o la deuda pública.

A pesar de la reducción del balance del Eurosistema y del incremento en los costes de financiación, las entidades mantuvieron amplios niveles de liquidez, con las ratios regulatorias a cierre de 2023 en niveles ligeramente superiores a los de un año antes. La ratio de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) agregada para el conjunto de entidades españolas alcanzó el 186,3 % en diciembre de 2023, superando en casi 8 pp el nivel de un año antes, mientras que la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés) se situó en el 133 %, 1,6 pp por encima de su nivel a finales de 2022. Estas cifras, muy superiores al mínimo regulatorio exigido (100 %), sitúan a las entidades en una sólida posición de liquidez para hacer frente en el corto y medio plazo a eventuales salidas de recursos ante escenarios de tensionamiento financiero (véase gráfico 3.1.3, panel 1).

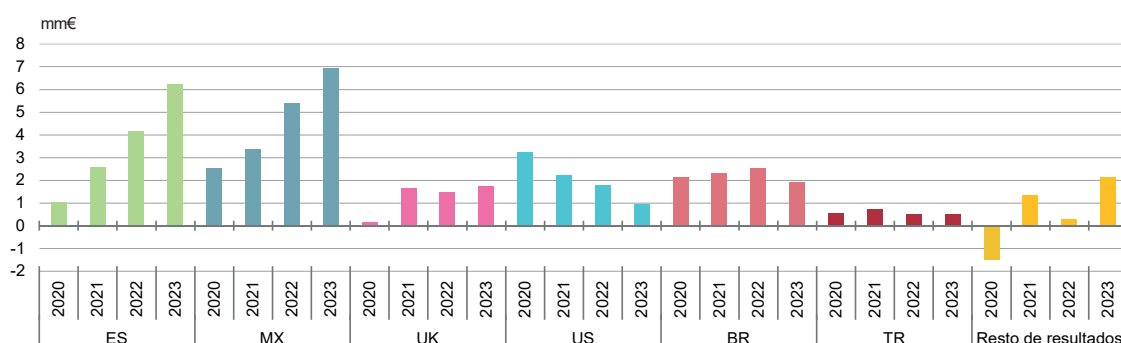
⁸ El coste de capital es una magnitud no observada, y su estimación puede variar de manera importante según el modelo utilizado, véase Fernández Lafuerza, Luis, y Javier Mencía. (2021). «*Estimating the cost of equity for financial institutions*», Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España, nº 40 (primavera), pp. 49-66.

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

1 Ingresos y gastos por intereses de la financiación y ratios de cobertura de liquidez (LCR) y de financiación estable neta (a)



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



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- a Los ingresos por intereses consideran los ingresos netos por intereses asociados a préstamos (desagregando por contraparte), inversiones en valores representativos de deuda y otros activos. Los gastos por intereses consideran los gastos netos asociados a depósitos (desagregando por contraparte), valores representativos de deuda emitidos, otros pasivos de las entidades y a derivados de negociación y cobertura de tipo de interés.
- b Las barras rosadas muestran la ratio de cobertura de liquidez (LCR), que 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. El marcador turquesa muestra la ratio de financiación estable neta (NSFR), que 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 activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión (ratio LCR) y financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión (ratio NSFR).
- c La categoría «Bancos centrales» incluye, para los ingresos asociados a activos, los ingresos derivados de préstamos y valores representativos de deuda procedentes de bancos centrales así como otros ingresos netos por intereses clasificados en contabilidad como «Otros activos». Estos últimos engloban, pero no permiten desagregar los intereses por los saldos en efectivo en bancos centrales, al incluir también otras partidas de menor importancia como los intereses relacionados con el efectivo, los activos no corrientes y grupos enajenables de elementos mantenidos para la venta, los ingresos netos de los activos por prestaciones definidas, etc.
- d Incluye depósitos de hogares e ISFLSH, sociedades no financieras y empresarios individuales y Administraciones Públicas (AAPP).
- e Los gastos por los intereses asociados a derivados consideran los gastos minorados por los ingresos procedentes de los derivados de negociación y de las coberturas de tipo de interés.
- f De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a 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. El epígrafe «Resto de resultados» incluye el resultado de los centros corporativos de las entidades.

Rentabilidad

El incremento significativo del margen de intereses impulsó la mejora de la rentabilidad del sector bancario español en 2023. El resultado neto consolidado del sector alcanzó los 32.470 millones de euros, lo que supone un aumento de casi el 28 % respecto al año anterior y sitúa el ROA en el 0,79 % (frente al 0,63 % de 2022). Esta mejora del resultado vino impulsada fundamentalmente por el incremento del margen de intereses (22,4 %), debido a la citada traslación asimétrica del alza de los tipos de interés de referencia (en mayor medida al activo que al pasivo de las entidades), sobre todo en el caso de las exposiciones en España, lo que ha permitido una ampliación de los márgenes unitarios.

La mejora en el resultado se produjo tanto en España como en la actividad en el extranjero de las principales entidades con presencia internacional. En el negocio en el extranjero, el aumento más significativo se produjo en México (un 29 % en tasa interanual), que, junto con los avances en Reino Unido y Turquía, permitieron compensar las caídas experimentadas en el resultado en Brasil y Estados Unidos (véase gráfico 3.1.3, panel 2). Sin considerar la categoría del resto de resultados, que incluye aspectos como el centro corporativo, en 2023 el resultado en España supuso el 34 % del resultado total de las principales entidades con presencia internacional.

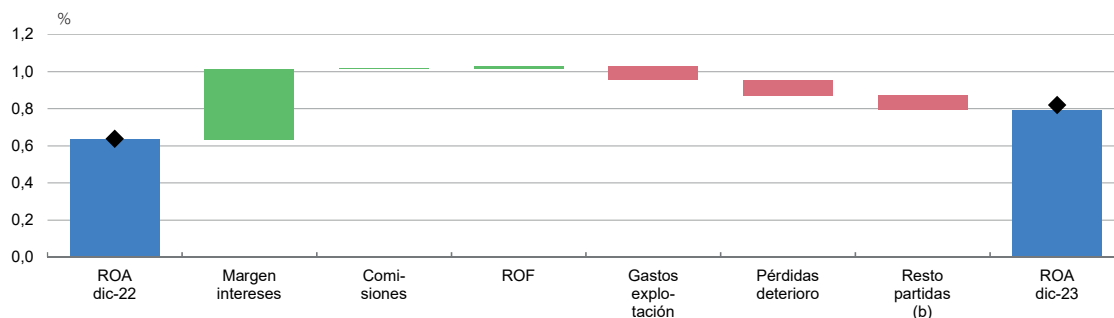
El crecimiento del margen de intereses antes mencionado permitió superar los incrementos de los gastos de explotación y de las pérdidas por deterioro. Las comisiones netas se mantuvieron relativamente estables en 2023 (aumento del 2,5 %), mientras que los gastos de explotación aumentaron un 8 % y las pérdidas por deterioro lo hicieron un 22,9 % (véase gráfico 3.1.4, panel 1). El aumento de estas se produjo en mayor medida en la actividad internacional, pero también crecieron en los negocios en España. Aunque continúan en niveles contenidos, un potencial incremento de las mismas en el futuro (debido al freno de la actividad económica o a la persistencia de tipos relativamente elevados), junto a la reducción o estabilización del margen de intereses, podría conducir a una evolución menos favorable de la rentabilidad a lo largo de 2024.

Solvencia

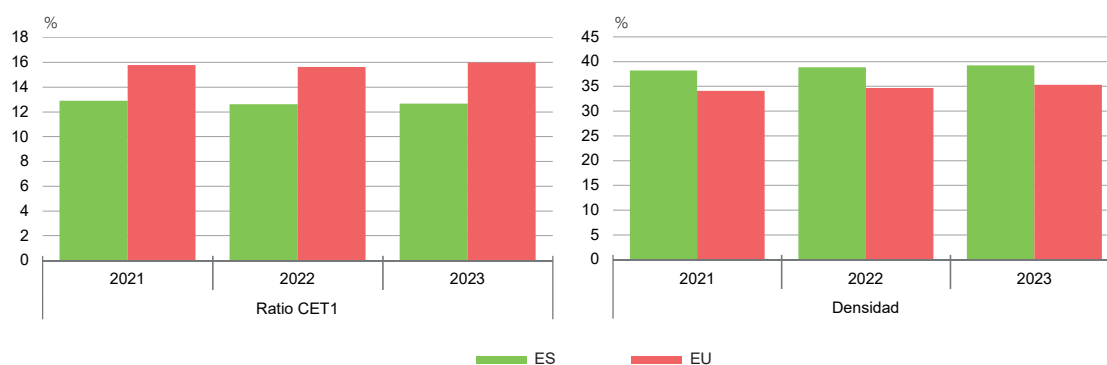
La ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) aumentó 17 puntos básicos (pb) en 2023 hasta alcanzar el 13,2%. Este ligero incremento se debió al crecimiento del 5 % del capital CET1 (numerador de la ratio) que fue superior al aumento del 3,7 % de los activos ponderados por riesgo (APR, el denominador de la ratio). A su vez, esta contribución negativa de los APR se debió principalmente a un crecimiento interanual del 2,2 % del total de activos en 2023 y, en menor medida, a un incremento (55 pb) en la densidad en el mismo período. La mayor densidad de los APR estaría relacionada con el menor peso

Gráfico 3.1.4 Rentabilidad y solvencia de las entidades de depósito

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



2 Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la densidad de activos. Datos consolidados. 2021 - 2023 (c)



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 2023 respecto a diciembre de 2022. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo un resultado extraordinario en 2022 derivado de la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros) y el impacto del gravamen temporal a la banca de 2023 en 2023 (-1,3 mm de euros).

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

c La densidad de activos se define como el cociente entre los activos ponderados por riesgo y los activos totales.

de activos con ponderaciones más reducidas, como son los depósitos en el banco central o garantizados por el Estado, así como con un incremento del riesgo en algunas carteras.

Pese al aumento de la ratio de CET1, la distancia respecto a la media europea aumentó en el último año. De acuerdo con los datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, según sus siglas en inglés), la distancia entre la ratio de CET1 para las principales entidades españolas respecto a las europeas aumentó desde los 3 pp a finales de 2022 a los 3,3 pp a finales de 2023 (véase gráfico 3.1.4 panel 2º). Parte de esta diferencia se explica por la mayor densidad de

9 La diferencia entre la cifra de la ratio de CET1 para España mencionada en el párrafo anterior y la que aparece en el gráfico se debe a que la del texto se refiere al total de entidades de depósito, mientras que la del gráfico se refiere a la muestra de las principales entidades (que representan más del 90 % del total activo consolidado del sistema) utilizada por la EBA.

activos de las entidades españolas, como también se refleja en el gráfico. Esto podría estar relacionado, al menos parcialmente, con un uso menos intenso de modelos internos por parte de las entidades españolas. En los últimos años, esta densidad ha sido alrededor de 4 pp superior para los bancos españoles. En ambos casos, las densidades han mostrado una tendencia reciente al alza.

Análisis y medidas macroprudenciales

En 2023 el Banco de España mantuvo el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA)¹⁰ aplicable a las exposiciones crediticias situadas en España en el nivel mínimo del 0%. Si bien el PIB de España recuperó por completo el deterioro acumulado en la pandemia y se situó por encima de los niveles previos a la misma, el Banco de España mantuvo su orientación de la política macroprudencial. El marco de fijación del CCA vigente en 2023 únicamente establecía la activación de este colchón en caso de identificarse un nivel de riesgos cíclicos elevado, situación que no se produjo durante todo el año. Adicionalmente, el entorno continuó mostrando una elevada incertidumbre por los conflictos geopolíticos y el endurecimiento de las condiciones financieras.

Las decisiones del Banco de España sobre el mantenimiento del CCA en el 0% en 2023 estuvieron respaldadas por la evolución de un conjunto de indicadores macrofinancieros. Según el marco de fijación del CCA vigente en 2023, la activación de este instrumento solo se produciría en caso de detectarse señales de un nivel elevado de riesgo sistémico cíclico. En particular, el principal indicador de referencia de este marco 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 largo plazo¹¹. Este indicador mantuvo una trayectoria descendente a lo largo de 2023, hasta situarse en valores negativos y, por tanto, muy por debajo del nivel de referencia del 2 pp a partir del cual se considera que pueden existir desequilibrios elevados en el ciclo de crédito (véase gráfico 3.1.5)¹². La evolución favorable de la actividad económica y la moderación del crecimiento del crédito favorecieron la corrección de los desequilibrios producidos durante la pandemia sobre este indicador, que ralentizó su evolución a la baja a finales de 2023, debido principalmente a la moderación del crecimiento del PIB.

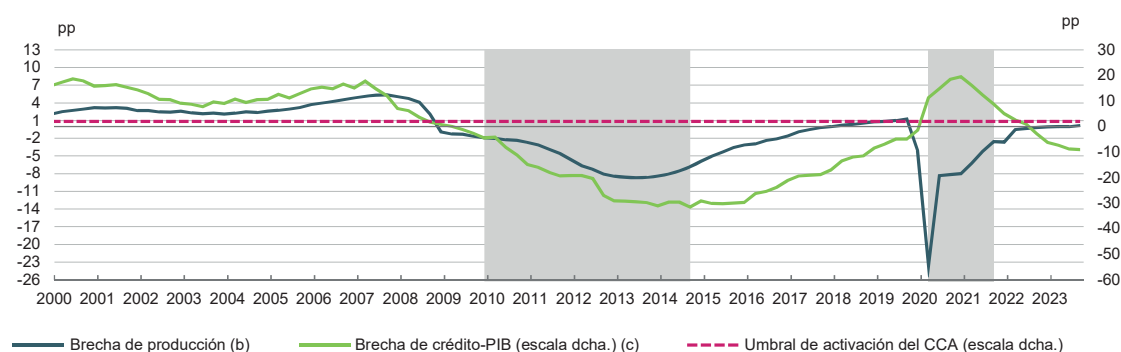
Las decisiones sobre el CCA también consideran la evolución de otros indicadores, que muestran una posición cíclica más cercana a valores de

¹⁰ Véase la sección macroprudencial de la 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.

¹¹ Calculada mediante un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola.

¹² 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 al del Banco de España; 400.000 en lugar de 25.000).

Gráfico 3.1.5 Brechas de producción y de crédito-PIB, 2000-2023 (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis económica provocada por el 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 (véase Cuadrado, Pilar, y Enrique Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/6353/1/do1603.pdf>).
- 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 (véase Galán, Jorge. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3384613>).

equilibrio. 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, se situó en valores muy próximos al equilibrio durante 2023 y alcanzó niveles positivos a finales de año (véase gráfico 3.1.5). Otros indicadores complementarios incluyen los desequilibrios de precios del sector inmobiliario¹³, que, si bien se mantuvieron en valores cercanos al equilibrio, han experimentado un repunte en la segunda mitad de 2023, lo que hace necesario el seguimiento estrecho de los desarrollos del mercado inmobiliario en los próximos trimestres.

En 2023, el Banco de España realizó la revisión anual de la lista de entidades de crédito españolas de importancia sistémica. El Banco de España diferencia entre las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y 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 entidades¹⁴. A cada entidad identificada se le exige un requerimiento adicional de capital para reforzar su resiliencia, mitigar los efectos

¹³ 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. Véase Castro, Christian, Ángel Estrada y Jorge Martínez-Pagés. (2016). «*The Countercyclical Capital Buffer in Spain: An Analysis of Key Guiding Indicators*». Documento de Trabajo, 1601, del Banco de España. Para una perspectiva histórica de la evolución cíclica del crédito bancario en España, véase Bedayo, Mikel, Ángel Estrada y Jesús Saurina. (2018). «*Bank Capital, Lending Booms and Busts. Evidence from Spain in the last 150 years*», Documento de Trabajo, 1847, Banco de España.

¹⁴ 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

Código LEI (a)	Entidad	Designación (b)	Colchón de capital exigido en 2023 (%)	Colchón de capital exigido en 2024 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,00	1,25
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	0,75	1,00
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,50	0,50
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.

adversos que pudieran llegar a ocasionar al sistema financiero a escala global o nacional y para promover una asunción más prudente de riesgos.

En 2023, el Banco de España volvió a identificar una EISM y cuatro OEIS y revisó al alza los colchones macroprudenciales de capital de dos entidades.

En septiembre de 2023, el Banco de España anunció¹⁵ la designación de cuatro OEIS con sus colchones macroprudenciales de capital asociados en 2024, mientras que en diciembre de 2023 se comunicó la identificación¹⁶ de una EISM con su requerimiento correspondiente a 2025. Los colchones aplicables en 2023 a las entidades sistémicas (véase cuadro 3.1.1) habían sido previamente anunciados en 2021 (EISM) y en 2022 (OEIS). El aumento de los colchones de capital mínimos exigibles en 2024 para dos de las cuatro entidades designadas como OEIS se debe a la revisión¹⁷ del esquema de colchones mínimos para OEIS del BCE, aprobada en diciembre de 2022 y con efectos a partir del 1 de enero de 2024. A este respecto, la AMCESFI emitió una Opinión¹⁸ en la que se valora favorablemente la nueva metodología empleada. En comparación con el esquema previo, el marco revisado introduce una calibración más exigente para las entidades con mayores puntuaciones, con colchones mínimos de OEIS entre el 0,25 % y el 1,5 % en función de la puntuación obtenida, mientras que el rango previo de requerimientos mínimos se situaba entre el 0,25 % y el 1 %. Ante este incremento de los colchones mínimos establecidos por el BCE, el Banco de España revisó, en consonancia, su propio marco de determinación de colchones de OEIS¹⁹.

¹⁵ Véanse la nota de prensa «El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2024», y el artículo del blog del Banco de España «El Banco de España eleva los colchones de capital a los bancos sistémicos», ambos publicados el 29 de septiembre de 2023.

¹⁶ Véase la nota de prensa publicada por el Banco de España el 14 de diciembre de 2023.

¹⁷ Véase «Comunicado del Consejo de Gobierno sobre políticas macroprudenciales», nota del BCE del 21 de diciembre de 2022.

¹⁸ Véase la «Opinión de la AMCESFI sobre la medida macroprudencial del Banco de España relativa a Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS) para 2024», del 29 de septiembre de 2023.

¹⁹ Véase el cuadro 1 del recuadro 3.2 del Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de Otoño de 2023.

Cuadro 3.1.2 Comparativa de los marcos metodológicos del BCE y del Banco de España para la fijación de colchones de capital de OEIS

Tramos	Esquema revisado del BCE		Esquema revisado del Banco de España	
	Puntuación (pb)	Porcentaje de colchón mínimo	Puntuación (pb)	Porcentaje de colchón mínimo
1	Hasta 750	0,25	Hasta 750	0,25
2	750-1.299	0,50	750-1.299	0,50
3	1.300-1.949	0,75	1.300-1.949	0,75
4	1.950-2.699	1,00	1.950-2.699	1,00
5	2.700-4.449	1,25	2.700-4.449	1,25
6	Más de 4.450	1,50	4.450-5.500	1,50
7	-	-	Más de 5.500	1,75

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas

Mercados de valores

El comportamiento de los mercados de renta variable en España en 2023 estuvo condicionado por las decisiones del BCE sobre los tipos de interés y las expectativas de un cambio de tendencia en su política monetaria, así como, en menor medida, por la ralentización del crecimiento económico en Europa. Al contrario de lo que ocurrió en 2022 cuando la mayoría de los mercados de renta variable presentaron pérdidas, los mercados mostraron una evolución positiva (el IBEX-35 avanzó un 22,8 %). El avance del índice español fue el segundo más intenso de entre los grandes mercados del área del euro, que alcanzaron, en la mayoría de los casos, sus máximos históricos. Este mejor comportamiento relativo del índice español tuvo su origen en la mayor ponderación del sector financiero, así como en el desarrollo positivo de los sectores de bienes y servicios de consumo —que mostraron una evolución relativa mejor a la de otras áreas— y de los beneficios empresariales, aunque fue insuficiente para cerrar la brecha de rentabilidad abierta respecto a sus homólogos europeos en los años previos.

Los niveles de volatilidad tanto de la bolsa española como de los principales mercados internacionales retrocedieron de modo significativo hasta alcanzar valores reducidos²⁰. Únicamente se observó un repunte transitorio entre los meses de abril y marzo de 2023 asociado a las turbulencias que supuso la situación de algunas entidades financieras en Estados Unidos y

²⁰ En el caso del IBEX 35, el promedio anual de este indicador fue del 13,1 %, por debajo del 18,4 % alcanzado en 2022. Al cierre del año su valor se situaba por debajo del 10 %.

Suiza. Asimismo, las condiciones de liquidez²¹ mejoraron ligeramente durante todo el ejercicio, favorecidas por los bajos niveles de volatilidad, manteniéndose en niveles satisfactorios incluso en los momentos de mayores incertidumbres. De igual forma, la actividad emisora volvió a retroceder de modo destacado, hasta situarse en su nivel más reducido en más de una década: ninguna compañía nueva se incorporó a las bolsas²² españolas.

La negociación de renta variable española retrocedió en 2023, hasta situarse en 630 mm de euros (un 14,6 % menos), su cifra más baja en casi 20 años.

Aunque la caída de la contratación afectó tanto al mercado regulado español como a otros mercados y centros de negociación competidores, el proceso de deslocalización de la contratación se mantiene, si bien ha perdido intensidad. Este proceso de redistribución de la contratación, que comenzó en España con más retraso que en otros países de nuestro entorno, ha avanzado de forma progresiva dejando el reparto de la negociación entre el mercado de origen y el de los centros competidores en niveles medios respecto a lo observado en otros mercados de valores europeos. La contratación en el mercado regulado español retrocedió un 17,6 % —hasta 290 mm de euros—, mientras que en los mercados y centros de negociación competidores lo hizo un 11,9 % —hasta 340 mm de euros—, lo que incrementó la cuota de mercado de estos últimos hasta el 53,6 % (52 % en 2022).

El endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE, con sucesivas alzas de tipos hasta septiembre de 2023, llevó al rendimiento de los activos de deuda (tanto pública como corporativa) a seguir una tendencia alcista durante gran parte del año y alcanzar niveles máximos en octubre. Esta tendencia, que afectó a España y otros países europeos, se revirtió en el último trimestre ante la perspectiva de un giro de la política monetaria, concentrándose los recortes en los plazos más largos. Esta evolución permitió a los tipos de interés de la deuda pública a 10 años finalizar el año en torno al 3 %, por debajo del 3,66 % en que habían iniciado el 2023 y también por debajo de los rendimientos alcanzados en los plazos de hasta un año (entre el 3,1 %–3,6 %). Asimismo, la prima de riesgo soberana disminuyó en el ejercicio desde 108 pb hasta 96 pb, al igual que sucedió en mayor medida con las primas de los subsectores privados de la economía, que se vieron favorecidas por la buena evolución del crecimiento económico y las perspectivas de descensos en los tipos de interés.

La actividad de los emisores españoles en los mercados primarios de deuda disminuyó un 8,3 % en 2023 debido al menor volumen de las emisiones realizadas en España, que se vio compensado en gran medida por los avances

²¹ La liquidez, estimada mediante la horquilla de precios *bid-ask*, se situó en promedio en 2023 en el 0,063 %, por debajo de la media histórica del indicador (0,088 %).

²² Solo se observó un cierto dinamismo en el caso del mercado alternativo BME Growth, que incorporó nueve nuevas sociedades (seis empresas en expansión y tres SOCIMI). En 2022 este mercado admitió quince sociedades nuevas (diez empresas en expansión y cinco SOCIMI).

de las emisiones registradas en el exterior. Las emisiones²³ de renta fija realizadas por el sector privado y registradas en la CNMV retrocedieron hasta alcanzar 45.445 millones de euros, un 23 % menos, a la vez que las admisiones a cotización de pagarés de empresa se situaron en 25.705 millones de euros²⁴, un 35 % menos. Este último descenso invita a pensar que la tendencia a la relocalización de las emisiones de este tipo de activo desde el exterior hacia España podría haberse detenido. Asimismo, las emisiones realizadas en el exterior crecieron un 19 % hasta alcanzar los 134.222 millones de euros, su máximo histórico, gracias a la importante recuperación de la actividad emisora a largo plazo. Por su parte, las emisiones de deuda ASG (con características medioambientales, sociales y de gobernanza) del sector privado retrocedieron por primera vez en los últimos ejercicios hasta situarse por encima de 13.300 millones de euros²⁵, de los que casi 11 mm de euros fueron bonos verdes.

El riesgo de mercado²⁶ de los activos de deuda se moderó de forma notable durante el año, sobre todo en el tramo final del mismo, al haberse dado por concluido el proceso de endurecimiento de la política monetaria y al vislumbrarse la posibilidad de las primeras rebajas de tipos. Esta circunstancia se ha extendido al riesgo de crédito²⁷, que también se podría ver favorecido por un escenario de cierto dinamismo de la actividad y de menores costes financieros. Aun así, se mantiene la posibilidad de que se observe un cierto grado de fragmentación entre los emisores en función de sus calificaciones crediticias, por lo que cualquier *shock* que se origine o propague en los mercados financieros podría dar lugar a ajustes en las valoraciones de los diferentes activos y provocar correcciones de precios, que serían más intensas en aquellos activos con mayores niveles de riesgo asociados como la deuda *high yield* o la deuda subordinada.

Las infraestructuras financieras de contratación y postcontratación de valores domiciliadas en España desarrollaron sus actividades en 2023 sin incidencias significativas. Durante la crisis de liquidez de Credit Suisse, en marzo de 2023, la CNMV realizó un seguimiento especial con el objetivo de verificar que la entidad estaba cumpliendo puntualmente con sus obligaciones frente a BME Clearing. BME Clearing activó sus mecanismos previstos de gestión de riesgos ante circunstancias como esta, planteados para reducir el riesgo de contraparte. Finalmente, la entidad fue absorbida por el Grupo UBS de la entidad, también miembro compensador de BME Clearing.

Además, la CNMV llevó a cabo, como cada año, los ejercicios anuales de revisión de cumplimiento de los requisitos impuestos por la legislación de la

²³ También se registraron en la CNMV emisiones realizadas por la SAREB por importe de 9.537 millones de euros, pero que tienen la consideración de deuda de las AAPP.

²⁴ A este importe hay que añadir 15.162 millones de euros admitidos en el mercado alternativo de renta fija (MARF), un 10 % más, de los que 14.066 millones de euros correspondieron a emisiones de pagarés.

²⁵ Esta cifra representa más del 12 % de las emisiones de deuda a largo plazo de los emisores españoles. Las emisiones de este tipo realizadas por las AAPP se situaron en 3.900 millones en 2023.

²⁶ Asociado a la posibilidad de nuevos incrementos de tipos de interés.

²⁷ Evaluado a través del coste promedio de los *Credit Default Swap* (CDS) de los distintos sectores.

UE en relación con las dos infraestructuras sistémicas del grupo BME, BME Clearing e Iberclear. Las actividades de supervisión incluyeron, entre otras, un análisis en profundidad de los acuerdos de externalización a nivel del Grupo SIX, en coordinación con la autoridad de supervisión financiera de Suiza (FINMA).

Además, en lo referido a la Entidad de Contrapartida Central (ECC), la CNMV realizó una revisión del marco de gestión de riesgos de concentración y de la metodología aplicada en los ejercicios de simulación de incumplimientos. También tuvo lugar la aprobación por parte de la CNMV del Plan de Recuperación de BME Clearing y la incorporación de productos ligados a criptoactivos dentro de sus actividades de compensación. Esta autorización fue el resultado del análisis realizado por la CNMV, en cooperación con la Autoridad europea de valores y mercados (ESMA) y el Colegio de Supervisores de la ECC. En cuanto a las magnitudes de riesgo de BME Clearing, durante 2023 las garantías iniciales exigidas se redujeron en total un 25 %, respecto a su valor promedio del año 2022, siendo más destacada la reducción de garantías exigidas en el segmento de Energía (–56 %), a consecuencia de la notable reducción de los precios y volatilidades de los contratos de electricidad y gas natural compensados en BME Clearing.

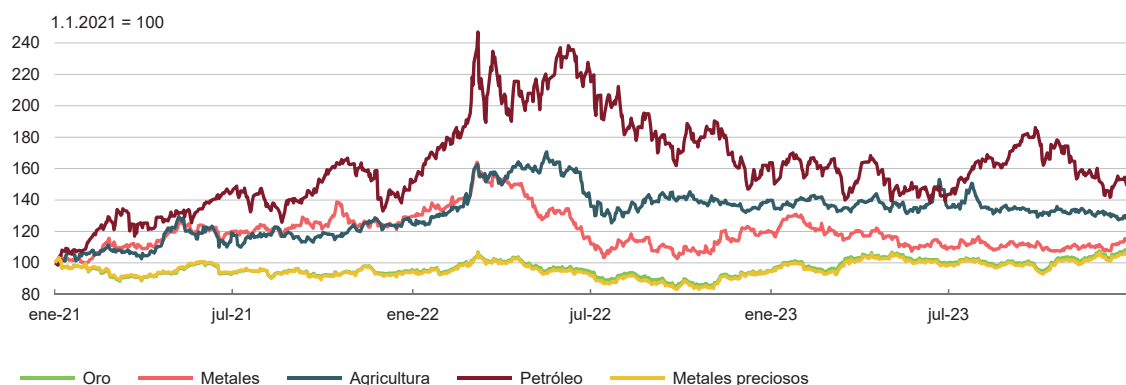
En relación con el depositario central, Iberclear, en enero de 2023 entró en vigor CSDR Refit²⁸. El Reglamento introduce modificaciones sobre el régimen de disciplina en la liquidación. Además, la norma dispone la elaboración por parte de la ESMA de un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la evaluación de una posible reducción del ciclo de liquidación, su idoneidad, costes y beneficios, riesgos y calendario sin incidencias significativas. Por otro lado, según datos de Iberclear, bajo el régimen de penalizaciones, durante 2023 se observó una disminución notable del número de penalizaciones y un descenso del 33 % del importe total de las mismas.

Mercados de materias primas y divisas

Con el estancamiento de la guerra en Ucrania, los precios de las materias primas se fueron moderando progresivamente en 2023 una vez superados los problemas de oferta y los cuellos de botella provocados durante la pandemia de COVID-19. Al contrario de lo que sucedió en 2022, el aumento de la oferta de petróleo junto con una demanda del mismo algo más moderada como consecuencia de la ralentización económica hizo que los precios de las materias primas energéticas presentaran caídas. Esta tendencia se intensificó en el caso de la energía eléctrica y el gas —sus precios cayeron hasta valores del año 2021 por la debilidad de la demanda industrial europea—. Asimismo, los precios de las materias primas relacionadas con la agricultura, que se habían incrementado en paralelo al

²⁸ Reglamento (UE) 2023/2845 del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 909/2014 en lo que respecta a la disciplina de liquidación, la prestación transfronteriza de servicios, la cooperación en materia de supervisión, la prestación de servicios auxiliares de tipo bancario y los requisitos aplicables a los depositarios centrales de valores de terceros países y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 236/2012.

Gráfico 3.2.1 Intermediación financiera no bancaria (2023)



FUENTES: Refinitiv Datastream.

NOTA: Metales preciosos: oro, plata y platino; metales: aluminio, cobre, zinc, níquel y plomo.

de los costes energéticos, mostraron cierta volatilidad en la primera mitad del año, asociada a las condiciones adversas del clima y al retorno a los niveles previos a la invasión de Ucrania al finalizar el segundo semestre del año. Por su parte, los precios de las materias primas vinculadas a la industria presentaron caídas moderadas como consecuencia de la debilidad de algunos sectores industriales y la economía asiática, mientras que los precios de los metales preciosos presentaron suaves alzas asociadas a su condición de activos refugio.

Las principales divisas, incluyendo el euro, se apreciaron respecto al dólar en 2023. El euro aumentó un 3,64 % frente al dólar estadounidense (USD) durante 2023, y pasó a un tipo de cambio de 1,1064 USD/EUR a cierre del año, frente al 1,0720 USD/EUR de principios. El cambio máximo se alcanzó en julio de 2023 (1,1239 USD/EUR) y el mínimo en octubre de 2023 (1,0462 USD/EUR), situándose durante todo el año por encima de la paridad. La libra esterlina (GBP) se apreció un 5,70 % frente al dólar, y pasó de un tipo de cambio de 1,2047 USD/GBP a 1,2763 USD/GBP en el cierre del año, alcanzando su valor máximo en julio (1,3114 USD/GBP). El real brasileño también aumentó ligeramente durante 2023, siendo el yen japonés la única moneda de entre las divisas de mayor uso que siguió perdiendo valor (-7,87 %) frente al dólar.

3.3 Intermediación financiera no bancaria

El volumen de activos financieros de las entidades pertenecientes a la intermediación financiera no bancaria (IFNB)²⁹ en España —esto es,

²⁹ La CNMV publica con carácter anual un informe detallado al respecto («Monitor de la intermediación financiera no bancaria»).

considerando todas las instituciones financieras excepto las bancarias— se situó en 2023 en 1,46 billones de euros (un 5 % más que en 2022). Dentro de esta, los activos financieros de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB ascendieron a 348 mm de euros, lo que supone un notable incremento en relación con el año anterior, concretamente del 11,5 %. Este aumento provocó que la relevancia de la IFNB en el conjunto del sistema financiero se incrementara 0,6 puntos porcentuales hasta situarse en el 6,6 %, ya que el resto de los segmentos del mismo crecieron, en general, de una forma más moderada. Así, por ejemplo, los activos bancarios crecieron un 2,36 %, mientras que los de las compañías de seguros lo hicieron un 8,7 %. A pesar del repunte mencionado, la relevancia de la IFNB en España continúa siendo inferior a la que se observa en la mayor parte los países de la UE, cuya media se sitúa en el 13,9 % del sistema financiero total³⁰.

La definición estrecha 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 (FE) definidas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés)³¹, cuya actividad puede generar riesgos de similar naturaleza a los bancarios. Esta medida estrecha se situó en 2023 en 348 mm de euros como ya se ha comentado³². El 91 % de este importe correspondió a los activos³³ de la función económica 1, que es la más importante en España dentro de la IFNB y que corresponde a determinadas tipologías de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). El 6 % de los activos pertenecía a entidades de la función 5, la siguiente en relevancia, en la que se encuadran las titulizaciones de activos. El 3 % restante se repartía entre entidades de las tres funciones económicas restantes³⁴.

Teniendo en cuenta el citado peso de sus activos, los riesgos para la estabilidad financiera asociados a las entidades de la IFNB se concentran en los fondos de inversión³⁵ y en las titulizaciones. En el caso de los fondos

³⁰ Esta cifra se corresponde con la media de los países de la UE analizados en el último informe publicado por el FSB con datos correspondientes a 2022. Según este informe, la medida estrecha de la IFNB en las economías avanzadas se situaba, en términos agregados, en el 14 % del sistema financiero total, mientras que en las emergentes el porcentaje era del 13,2 %. Véase FSB (2023) «*Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2023*», de 18 de diciembre, y también JERS (2023) «*EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2023*», publicado en el mes de junio.

³¹ Estas funciones son: (FE1) vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos, (FE2) concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo, (FE3) intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo, (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. Véase FSB (2013) «*Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*», de 29 de agosto.

³² En la medida estrecha no se incluyen los activos de las entidades que, aunque cumplen con la definición de una de las cinco funciones económicas, consolidan en grupos bancarios. Sin esta eliminación, el conjunto de activos ascendería a 515 mm de euros.

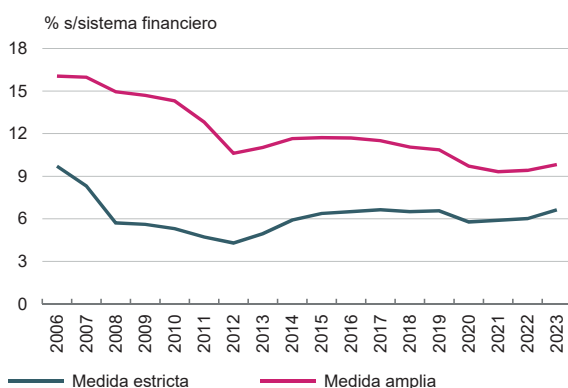
³³ Véase nota anterior.

³⁴ Si se analizan las entidades que cumplen con la definición de cada una de las distintas funciones económicas sin eliminar aquellas que consolidan dentro de un grupo bancario, los pesos de cada una son notablemente distintos. Así, la FE1 supondría un 61 %, mientras que el porcentaje de la FE5 sería del 27 %.

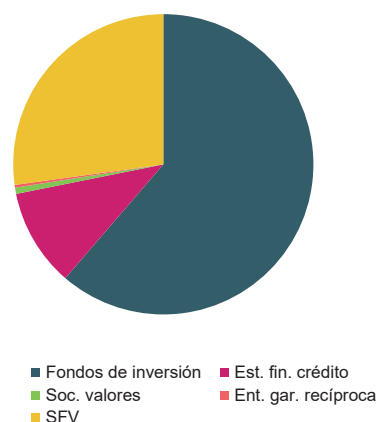
³⁵ Forman parte de la IFNB todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable. De los vehículos pertenecientes a la IFNB, a finales de 2023 el 89,8 %, en términos patrimoniales, eran armonizados (cumplían con la normativa UCITS) mientras que el restante 10,2 % eran no armonizados (fondos de inversión alternativa).

Gráfico 3.3.1 Intermediación financiera no bancaria (2023)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Funciones económicas (medida amplia)



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

de inversión, uno de los mayores riesgos para la estabilidad financiera está asociado a la posibilidad de que, en determinadas situaciones de estrés, estas instituciones no puedan atender un aumento significativo en sus necesidades de liquidez. Estas necesidades pueden originarse por un aumento súbito del volumen de peticiones de reembolso de los partícipes o por variación en los precios de los activos cuando existe 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, también se considera relevante un análisis exhaustivo de la cartera de renta fija de estos vehículos debido a las características financieras propias de estos activos³⁶. En el caso de las titulizaciones, es relevante valorar su elevada interconexión con otras partes del sistema financiero y el riesgo de transformación de vencimientos, que en el caso español sigue sin apuntar a ninguna vulnerabilidad reseñable³⁷.

La estimación del apalancamiento³⁸ de los fondos de inversión de la FE1 revela que la exposición al riesgo de mercado de estas instituciones continúa por

³⁶ Por sus características estos activos llevan aparejado un riesgo de crédito, y se ven afectados de forma directa por el riesgo de tipos de interés. Además, sus mercados secundarios pueden ser menos líquidos en determinados momentos.

³⁷ En 2023 los activos y pasivos a corto plazo solo representaban el 21,1% y el 13,7%, respectivamente, del total de activos y pasivos en el balance de los vehículos de titulización, unas cifras algo inferiores a las del año anterior (21,9% y 14,4%).

³⁸ La evaluación del apalancamiento y la liquidez se realiza únicamente para los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB. Se excluyen también las SICAV y las IIC de inversión libre, cuya importancia relativa conjunta es tan solo del 6,4% de total de la FE1. Los fondos de inversión se dividen en fondos mixtos, fondos de renta fija y fondos monetarios, que representan un 49,4%, 40,9% y 3,3%, respectivamente, de la FE1.

debajo de los máximos permitidos por la legislación. Se evalúa el apalancamiento de las entidades mediante el uso de derivados (apalancamiento indirecto), pues el endeudamiento financiero (apalancamiento directo) está muy restringido por la regulación³⁹. De esta forma, el análisis de las IIC pertenecientes a la IFNB muestra que la exposición bruta⁴⁰ al riesgo de mercado suponía a cierre de 2023 el 27,5 % de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2022 (40 %), mientras que la exposición neta⁴¹ alcanzaba únicamente el 10,8 %⁴² del patrimonio. Esta última cifra pone de manifiesto que el apalancamiento de los fondos de inversión españoles estaba al final del año pasado por debajo del máximo permitido (100 % del patrimonio).

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaron siendo satisfactorias en 2023, con una ligera mejora en relación con el año anterior. La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el caso de estos fondos, que en su mayoría permiten reembolsos con carácter diario. La ratio de activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets*, HQLA), que tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias⁴³, se situó en el 55,5 % para el total de fondos pertenecientes a la IFNB (53,9 % en 2022). Esta cifra era del 49,9 % para los fondos mixtos, del 61,7 % para los de renta fija y del 61,8 % en el caso de los fondos monetarios. En términos individualizados, 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 15,9 % de los fondos mixtos y un 6,2 % de los de renta fija (en términos patrimoniales) cuya ratio era inferior a este umbral (véase gráfico 3.3.2)⁴⁴. No obstante, aunque en

³⁹ La Directiva 2009/65/CE, conocida como Directiva UCITS, limita el endeudamiento financiero máximo al 10 % del patrimonio y solamente se permite recurrir a este endeudamiento para resolver dificultades transitorias de tesorería.

⁴⁰ El apalancamiento bruto se calcula a partir de la suma, en valor absoluto, de los importes nominales de los contratos de derivados, es decir, se suman los importes de las posiciones largas y las posiciones cortas, ambas con signo positivo.

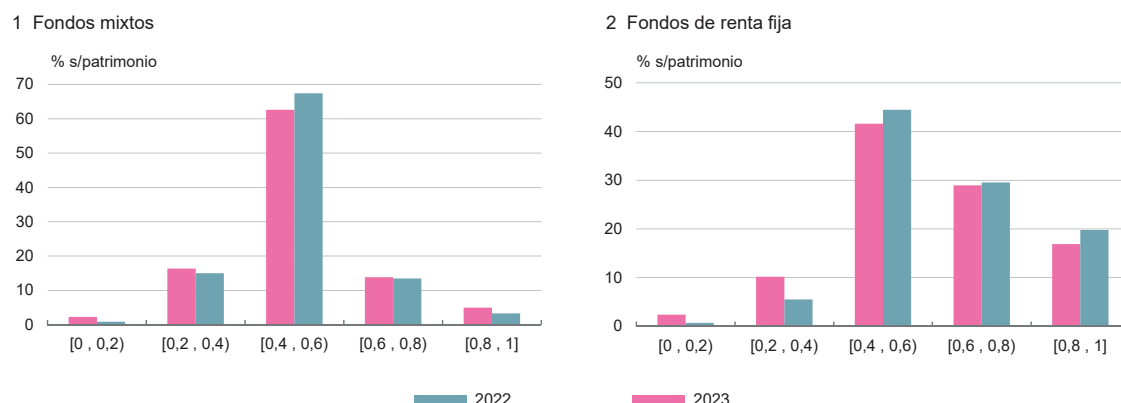
⁴¹ Para determinar el apalancamiento neto se considera el valor de mercado del activo subyacente (o su valor notional si es más conservador) ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*) así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

⁴² Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, que permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y 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). Estos fondos suponían el 79,6 % del total. La exposición neta aumentaría hasta el 21,9 % si se incluyera en la estimación de apalancamiento la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

⁴³ Se consideran activos líquidos de alta calidad (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 %. 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. Además, para obtener una métrica lo más precisa posible, se ha cuantificado también el HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, en lugar de considerar esta inversión como de liquidez nula.

⁴⁴ En el caso de los fondos monetarios, que no se incluyen en el gráfico 3.3.2, todos tenían un porcentaje de activos líquidos entre el 60 % y el 80 %.

Gráfico 3.3.2 Condiciones de liquidez de los fondos mixtos y de renta fija (2023) (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).

una proporción muy baja, existen algunos fondos de inversión cuya proporción de activos líquidos se situaba por debajo del 20 %, concretamente el 0,7 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 0,9 % de los fondos mixtos (estos porcentajes superaban el 2 % en 2022).

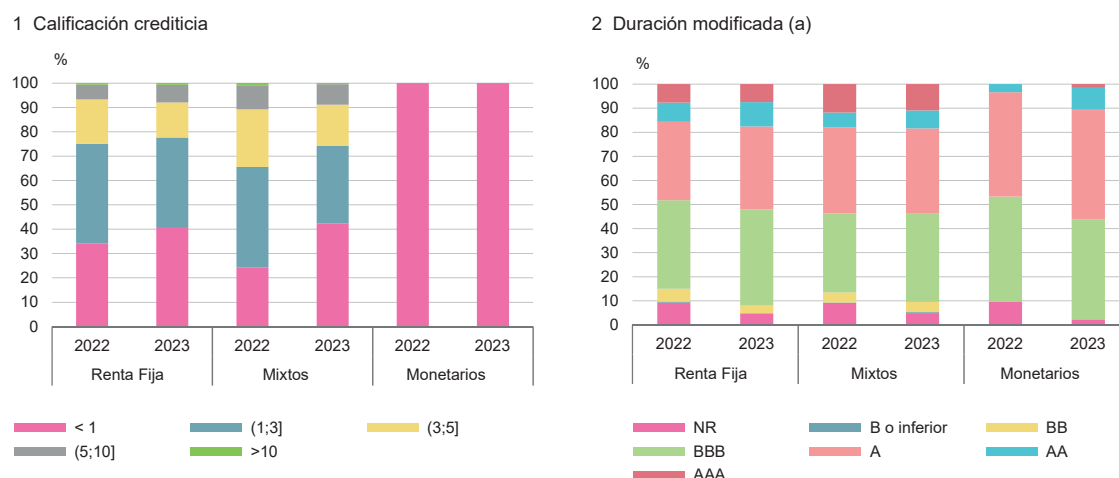
En un análisis más detallado de los activos pertenecientes a la cartera de renta fija de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB se puede observar que la calidad crediticia era relativamente elevada y la duración modificada⁴⁵ moderada. Así, el 91,7 % del valor de la cartera de renta fija tenía a finales de 2023 una calificación crediticia de BBB o superior (*investment grade*), dentro del que alrededor de un 20 % se correspondía con calificaciones AA o AAA. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 3.3.3, el valor de los activos con una calificación *investment grade* oscilaba entre el 90,5 % de los fondos mixtos y el 97,7 % de los fondos monetarios. Por otra parte, la duración modificada para el conjunto de fondos de inversión a cierre de año era de 1,9, una cifra que ha experimentado un notable descenso durante los dos últimos años como consecuencia del aumento generalizado de los tipos de interés y, especialmente, en los plazos más cortos⁴⁶. En el caso de los fondos mixtos y de renta fija se observa que alrededor del 75 % de los fondos (en términos patrimoniales) tenía una duración modificada inferior a los 3 años (véase panel derecho del gráfico 3.3.3).

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

⁴⁵ La duración modificada mide la variación porcentual en el precio de un activo ante un aumento de 100 pb de los tipos de interés.

⁴⁶ En 2021 la duración modificada fue de 2,7, mientras que en 2022 fue de 2,3.

Gráfico 3.3.3 Análisis de la cartera de renta fija de los fondos de inversión (2023)



el grado de fortaleza de estas instituciones. Estos ejercicios, que se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, siguen una metodología propuesta por la ESMA (en el marco de trabajo de STRESSI⁴⁷), posteriormente ampliada por la CNMV⁴⁸. Los últimos resultados de estos ejercicios, con datos de diciembre de 2023, que contemplan diferentes escenarios de perturbaciones (*shocks*) sobre las diferentes categorías de fondos, siguen apuntando 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 identifica un total de 11 fondos que podrían experimentar problemas de liquidez para atender el aumento simulado de los reembolsos (1,7% del patrimonio de la muestra total). Los 11 fondos pertenecen a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento (34,8% del patrimonio de esta categoría).

En el ámbito internacional continuaron siendo numerosos los trabajos realizados para valorar los riesgos que podrían emanar o propagarse en el ámbito de los fondos de inversión. En el caso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) destaca el análisis realizado para valorar los riesgos de aquellos fondos que invierten en activos menos líquidos de forma inherente o en activos que pueden ser poco líquidos en momentos de estrés. Este sería el caso de los fondos que invierten en deuda corporativa o de los fondos inmobiliarios⁴⁹. El análisis revela que estos fondos pueden presentar vulnerabilidades estructurales que

⁴⁷ Véase ESMA «*Stress simulation for investment funds*», de 5 de septiembre de 2019.

⁴⁸ Véase el artículo de Ojea-Ferreiro, J. (2020) «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión», Boletín Trimestral II-2020 de la CNMV.

⁴⁹ Véase el informe «*Issues note on policy options to address risks in corporate debt and real estate investment funds from a financial stability perspective*», publicado por la JERS en septiembre de 2023.

emanan del desajuste de liquidez y del uso del apalancamiento. Por ello, se indica que la resiliencia de estas instituciones puede acrecentarse con determinadas herramientas que ya están disponibles en el marco normativo como, por ejemplo: i) una mejor conexión entre el perfil de los reembolsos del fondo y su estrategia de inversión, ii) el fomento del uso de herramientas de gestión de la liquidez antidilutivas (LMT, por sus siglas en inglés) o iii) la mejora de la preparación de los fondos apalancados ante posibles aumentos en sus necesidades de liquidez.

Así mismo, cabe destacar el progreso de los trabajos relacionados con la gestión del riesgo de liquidez, llevados a cabo por grupos de trabajo en el seno de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y del FSB, en los cuales la CNMV participó activamente. En el primer caso, se desarrolló una Guía sobre el uso de herramientas de gestión de la liquidez de tipo antidilutivo, que establece los elementos que deben tenerse en cuenta en el diseño y aplicación de este tipo de herramientas, cuyo objetivo es repercutir a los inversores que suscriben o reembolsan, el coste de transacción derivado de la compra o venta de valores asociado a dichas suscripciones o reembolsos. En escenarios de crisis y reembolsos altos, estas herramientas permiten imponer el coste de liquidez a los inversores que reembolsan, protegiendo a los que permanecen en el fondo y evitando así que se desencadenen espirales de reembolsos masivos. Por esta razón, se considera que su uso es de especial importancia para preservar la estabilidad financiera. La Guía de IOSCO pretende contribuir a un uso más amplio y consistente de las mismas entre los gestores de fondos y entre las diferentes jurisdicciones.

En el caso del FSB, la CNMV participó durante 2023 en el grupo de trabajo que llevó a cabo una revisión de las Recomendaciones del FSB de 2017 relativas al riesgo de desajuste de liquidez en fondos de inversión abiertos. El trabajo, promovido por el Comité de Supervisión y Regulación (SRC) del FSB, se realizó en paralelo con la citada guía IOSCO sobre herramientas de gestión de la liquidez antidilutivas, con el objetivo de mejorar las prácticas de gestión de la liquidez de los fondos abiertos. Para lograrlo se establecieron dos elementos principales: por un lado, la clasificación de los fondos en tres categorías (en función del porcentaje de inversión en activos muy líquidos, menos líquidos e ilíquidos), y el establecimiento de la frecuencia de reembolso y la aplicación de herramientas en función de la pertenencia a una u otra categoría. Por otro lado, a través del fomento del uso de herramientas de gestión de la liquidez, en especial de las de tipo antidilutivo.

Las dos líneas de trabajo restantes para completar la implementación efectiva de las Recomendaciones del FSB de 2017 están en marcha. Una de ellas se refiere al desarrollo de un *reporting* regulatorio que permita a las autoridades disponer de datos para realizar un seguimiento del riesgo de liquidez de los fondos de inversión. A estos efectos, se creó, a finales de 2023, un grupo de trabajo que lanzó un programa piloto con el objetivo de contrastar los datos disponibles e identificar las carencias. La última línea de trabajo se refiere a las pruebas de

estrés que deben realizar las autoridades para valorar la capacidad de resistencia de los fondos de inversión ante escenarios de crisis, y las interrelaciones de estos con el sistema financiero. En este ámbito se ha programado un *workshop* para compartir las experiencias y metodologías existentes.

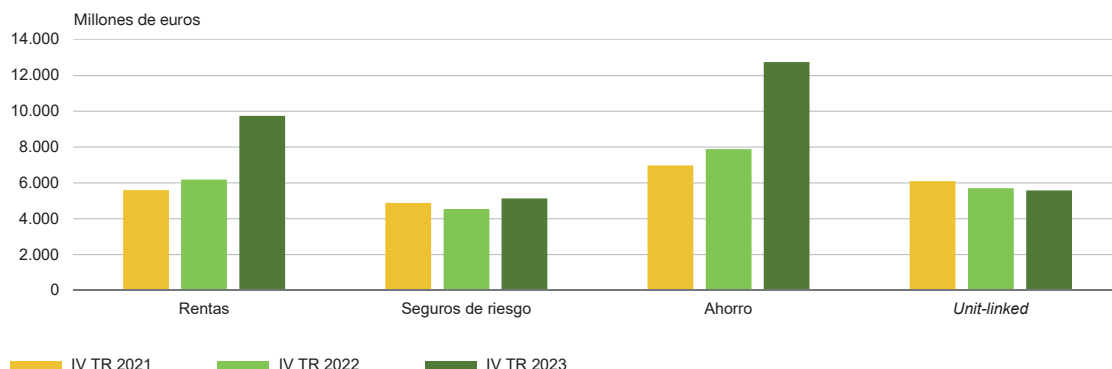
3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones

El sector de los seguros español mantuvo en 2023 su capacidad de adaptación a pesar de los desafíos macrofinancieros y registró un incremento muy significativo del negocio de vida. El sector no fue ajeno a las presiones inflacionarias y a la incertidumbre en los mercados financieros exacerbadas por el contexto geopolítico internacional. La situación de solvencia del sector asegurador español mostró asimismo un margen de solvencia holgado por encima de los mínimos regulatorios, y una evolución positiva de la ratio de solvencia, pasando de un 232 % en 2022 a un 241 % al cierre del ejercicio 2023. La evolución del negocio de los seguros de vida se caracterizó por un incremento aproximado del 36 % en las primas devengadas brutas. Dos elementos determinan este crecimiento tan sustancial: i) la subida de los tipos de interés, que permite la recuperación de los seguros de ahorro y ii) la canalización de ahorro al sector asegurador debida a la modesta transmisión de ese aumento de tipos a la remuneración de los depósitos. El ahorro ha sido el principal determinante de la evolución de los seguros de vida (ver gráfico 3.4.1) y el principal factor explicativo del crecimiento del peso del volumen de negocio (expresado a través de las primas devengadas brutas) sobre el PIB, que ha pasado de un 4,8 % en el 2022 a un 5,2 % en el ejercicio 2023.

Por su parte, el patrimonio acumulado de los fondos de pensiones, uno de los instrumentos especialmente diseñados para la canalización del ahorro para la jubilación, registró un crecimiento positivo en 2023. Tras el descenso observado en 2022, el año 2023 ha recuperado la tendencia positiva de los últimos años. El aumento es superior en los planes de pensiones individuales y asociados, que aumentan en un 8 %, mientras que en los planes de pensiones de empleo el crecimiento ha sido de un 5,5 %. Este crecimiento se debe a la rentabilidad positiva obtenida en las inversiones de los fondos de pensiones, propiciado principalmente por las subidas de los tipos de interés. Con respecto a los planes de pensiones de empleo cabe destacar que, tras la aprobación del desarrollo reglamentario de los nuevos planes de empleo simplificados, en los dos últimos trimestres del año se ha registrado un crecimiento del número de cuentas de partícipes, aumentando en casi 45.000, de los cuales más de 25.000 lo son de planes de empleo simplificados, representando una recepción favorable de la reforma anteriormente mencionada.

En el área de planes de pensiones de empleo, cabe destacar que durante el ejercicio 2023 EIOPA desarrolló el Panel de Riesgos de Planes de Pensiones de Empleo. Este panel (IORP Risk Dashboard) tiene por finalidad monitorizar y

Gráfico 3.4.1 Evolución del negocio de vida



FUENTES: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y elaboración propia.

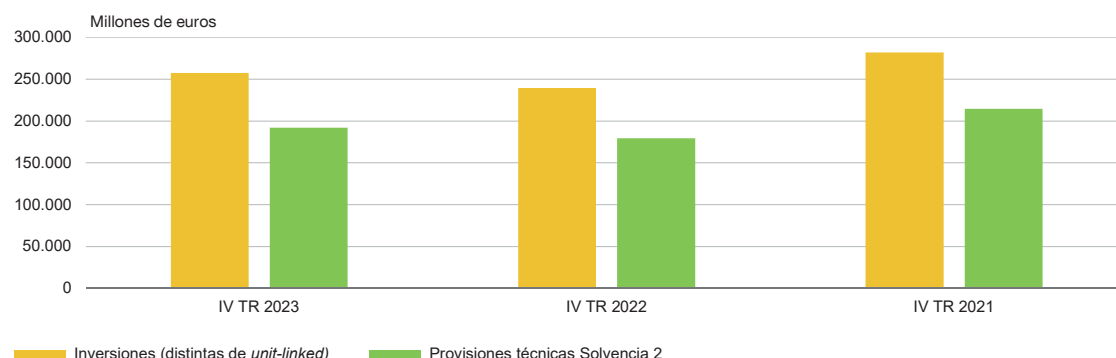
valorar la situación y evolución de los riesgos que pueden afectar a los planes de empleo, con el objetivo de mantener la estabilidad financiera e identificar las posibles vulnerabilidades del sector.

Durante el ejercicio 2023 se completó el nuevo marco jurídico de fomento de los planes de pensiones de empleo. El nuevo régimen fue establecido por la Ley 12/2022, de 30 de junio, de impulso de los planes de pensiones de empleo de promoción pública mediante: i) la aprobación del Real Decreto 668/2023, de 18 de julio, por el que se modifica el Reglamento de planes y fondos de pensiones que completa el desarrollo reglamentario de la ley y revisa otros aspectos en materia de inversiones, actuarial y otros temas más generales; y ii) la inscripción en el Registro administrativo especial de fondos de pensiones de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) de los primeros 15 fondos de pensiones de empleo de promoción pública.

La mayor inflación y el entorno de altos tipos de interés constituyeron los dos factores principales de impacto en la evolución del negocio asegurador, en los fondos propios y en la determinación de los potenciales riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera. La variación de los fondos propios sectoriales viene motivada fundamentalmente por la variación de las provisiones técnicas, que representan los compromisos con los asegurados y, por lo tanto, están conectadas con el negocio que se gestiona, y las inversiones en las que estas se materializan. La consecuencia inmediata de la importante canalización del ahorro ha sido el crecimiento de ambas, inversiones y provisiones técnicas del sector (gráfico 3.4.2). Este incremento tan sustancial del negocio ha permitido mitigar en gran parte los efectos que la drástica subida de tipos tuvo en el balance del sector asegurador en el ejercicio 2022.

Si bien la inflación se ha moderado en el ejercicio 2023, todavía ha dejado sentir sus efectos. Tras un ejercicio 2022 fuertemente marcado por los impactos de la inflación en los costes soportados por las entidades aseguradoras en los

Gráfico 3.4.2 Evolución de las inversiones y de las provisiones técnicas



FUENTES: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) y elaboración propia.

ramos de no vida, los efectos de esta se han visto mitigados por las revisiones al alza de las primas de seguros para adaptarlas a la inflación, la moderación de los crecimientos de los costes y por el apoyo de los ingresos financieros motivado por las subidas de tipos. Así las primas devengadas brutas experimentaron un crecimiento en el ejercicio 2023 del 7 % y los resultados del negocio de seguros de no vida una mejora aproximada del 3 %.

El seguimiento del riesgo de liquidez cobró relevancia en el entorno inflacionario y de tipos de interés crecientes⁵⁰. Los análisis realizados han evidenciado la ausencia de sistemicidad de este riesgo que se ve mitigado en gran medida en el caso español por la existencia de rescates a valor de mercado en una parte relevante de los seguros. La intervención regulatoria, sin efectos en España, por la autoridad supervisora italiana (IVASS) para poner a la aseguradora de vida Eurovita bajo administración temporal y prohibir los pagos de rescates a los tomadores de seguro (es decir, los reembolsos anticipados de contratos de seguros por cancelación de los mismos), puso de relieve la importancia de los riesgos que el rápido aumento de los tipos de interés puede plantear en la liquidez de las aseguradoras de vida. Esta es la razón de que la monitorización de la liquidez se haya centrado, aunque no exclusivamente, en el control de las tasas de rescates de pólizas. La preocupación por los rescates se fundamenta en los potenciales efectos en los resultados y en la liquidez si las entidades se ven obligadas a vender activos para hacer frente a las cancelaciones anticipadas a un valor deprimido debido a un aumento de los tipos. Dos son los elementos que podrían marcar la evolución de los rescates: por un lado, la disminución del poder adquisitivo de los asegurados en el nuevo entorno inflacionario y, por otro, la potencial búsqueda de productos que pudieran proporcionar mayores rendimientos que las carteras de productos existentes a la luz de la subida de los

⁵⁰ El análisis de la liquidez por rescates y requerimientos de garantías ha sido también objeto de vigilancia por la Autoridad europea de seguros y pensiones de jubilación (EIOPA) en sus Informes de Estabilidad Financiera de junio de 2023 y diciembre de 2023.

tipos de interés. Dado el diferente comportamiento esperable según la naturaleza de los seguros (mayor propensión al rescate en los seguros de ahorro menos vinculados a la previsión para la jubilación, y menos habitual en rentas), los análisis realizados han tenido en cuenta las características de los productos.

El análisis macroprudencial evidencia la inexistencia de un riesgo sistémico en relación con los rescates. Una cuestión importante es determinar si, en el entorno actual, ha existido una tendencia sectorial en materia de rescates, y si, en su caso, su origen puede estar vinculado a entidades concretas que son especialmente relevantes desde una perspectiva sistémica. El análisis macroprudencial realizado evidenció, como era esperable, un comportamiento diferente según la naturaleza del negocio, pero con carácter más relevante, la inexistencia de un riesgo sistémico en relación con los rescates. Ello fue debido a que, si bien los rescates experimentaron un crecimiento sustancial, este incremento se vio más que compensado por el aumento de las primas que fue casi 2,5 veces superior al primero. También merecieron atención las potenciales mayores necesidades de liquidez que causaron los requerimientos de garantías provocados, a su vez, por el aumento de los tipos de interés en determinados tipos de derivados. Especialmente relevantes a la luz de la crisis en 2022 en el Reino Unido correspondiente a los fondos de pensiones de prestación definida con estrategias de inversión apalancadas (LDI por sus siglas en inglés). Los resultados de la evaluación mostraron la escasa materialidad del impacto, debido, por una parte, al reducido peso de los derivados en el sector asegurador y, por otra, a su distinta naturaleza, ya que son los derivados en poder de las aseguradoras españolas distintos a los que originaron la crisis.

La incertidumbre sobre la evolución del sector inmobiliario a nivel europeo llevó a intensificar su monitorización durante 2023. Los tipos de interés elevados y su posibilidad de no reversión inmediata a la baja, aumentaron el coste de la financiación inmobiliaria y pueden desincentivar las inversiones en el sector. En los sectores inmobiliarios comerciales nacionales de los países de la UE, la ralentización del crecimiento económico, unida al cambio estructural en relación con la menor presencia física en las oficinas y el comercio electrónico, constituyeron factores potenciales de reducción de la demanda. La exposición del sector asegurador al mercado inmobiliario puede realizarse de manera directa a través de inversiones en inmuebles, o indirectas a través de inversiones en acciones de empresas del sector inmobiliario, fondos inmobiliarios, riesgo inmobiliario en titulizaciones e hipotecas o deuda de empresas y acciones de empresas relacionadas con el sector inmobiliario. La exposición al sector inmobiliario es reducida en el sector asegurador, representó aproximadamente el 5,6 % del total de las inversiones al cierre del ejercicio 2023 y se mantuvo en torno al 5 % en los últimos años. La exposición directa al sector inmobiliario representa el 3,7 %, principalmente en las grandes ciudades —Madrid (56 %) y Barcelona (19 %)—. La exposición directa a oficinas e inmuebles es muy limitada en el sector asegurador, supone el 2,5 % del total de inversiones, de las que más de un 92 % están arrendadas al cierre del ejercicio 2023, permaneciendo este porcentaje

estable en los últimos ejercicios. La exposición, tanto directa como indirecta, al sector inmobiliario de los fondos de pensiones es residual al representar al cierre del 2023 un 0,85 % del total de las inversiones.

La consolidación y la concentración de las posiciones de inversión en activos alternativos pueden dar lugar a riesgo sistémico con implicaciones para la estabilidad financiera y la vigilancia macroprudencial. El período sostenido de bajos tipos de interés, la mayor duración de algunos activos alternativos, su capacidad de proporcionar rendimientos elevados y permitir una mayor diversificación son factores clave que pueden incrementar las inversiones en este tipo de activos por parte del sector asegurador. Sin embargo, estas inversiones no están exentas de riesgos, siendo los más relevantes el riesgo de mercado o de crédito, el riesgo de liquidez y el riesgo derivado de su complejidad de valoración. Aunque se reconocen las dificultades para identificar inversiones alternativas/ilíquidas, la determinación realizada sobre la base del mejor esfuerzo, siguiendo las normas de EIOPA, indica la escasa relevancia de este fenómeno en el sector de los seguros. Los resultados muestran la inmaterialidad de este tipo de inversiones en el sector asegurador español —representan el 9,7 % del total de inversiones—, y los contribuyentes más relevantes son inmuebles (3,7 %), activos financieros estructurados (1,6 %) y la deuda privada (1,1 %).

Los objetivos de la canalización de la financiación privada hacia la economía y el impulso de las transiciones ecológica y digital se consideran elementos muy relevantes desde el punto de vista macroprudencial. Aunque la regulación es solo uno de los elementos que sustentan el desarrollo de los mercados financieros, es, de hecho, uno de los más importantes. Este desarrollo se ve propiciado por las medidas incluidas en la *Estrategia de inversión minorista* (RIS⁵¹) aprobada por la Comisión Europea, que buscan capacitar a los inversores minoristas para tomar las decisiones de inversión que se ajusten a sus necesidades y preferencias, garantizándoles un trato justo y la debida protección.

La evaluación de los procesos de transformación digital en el sector asegurador y de fondos de pensiones es uno de los ejes estratégicos de la actuación supervisora. El sector asegurador se encuentra inmerso en un proceso de transformación digital integral. La digitalización genera consecuencias muy favorables, fundamentalmente la reducción de costes, el incremento de la fiabilidad y la mayor disponibilidad de la información y trazabilidad de las actuaciones, así como la renovación de los modelos de negocio y la apertura de nuevos canales de distribución. Sin embargo, la digitalización provoca también un incremento de la complejidad operativa y de la exposición a nuevas tipologías de riesgos derivadas de determinadas disrupciones operativas. Las cuestiones anteriores llevan a la DGSFP a incluir en sus prioridades de supervisión 2023-2025 la evaluación del grado de preparación en el Reglamento Europeo sobre la resiliencia operativa digital del

⁵¹ *Retail Investment Strategy*. Para más información véase la [sección](#) dedicada en la página web de la Comisión Europea.

sector financiero (DORA) que entrará en vigor en enero de 2025 y la monitorización de su adecuada aplicación de todos aquellos bajo su supervisión.

El sector de los seguros y de pensiones privadas desempeña un papel clave en la mitigación y adaptación al cambio climático o a los riesgos de sostenibilidad, a través de sus inversiones, productos y servicios. La integración de las consideraciones de sostenibilidad en el comportamiento de los consumidores y de las entidades aseguradoras y fondos de pensiones, contribuyen de forma decisiva a una economía más verde, más social y más sostenible. La DGSFP sigue con atención el efecto sobre la industria del aumento de eventos climáticos adversos a causa del cambio climático, así como la exposición al riesgo de transición por las inversiones en determinados activos. La DGSFP ha incluido las finanzas sostenibles como uno de sus pilares en las prioridades de supervisión del período 2023-2025.

Recuadro 3.A Crisis bancarias en Estados Unidos y Suiza durante la primavera de 2023 (a)

En 2023, tres bancos estadounidenses y uno suizo entraron en crisis, haciendo necesaria la intervención de las autoridades. Estos eventos evidenciaron cómo la deficiente gestión de riesgos y la inadecuada gobernanza de una entidad pueden derivar en problemas de liquidez y contagiarse rápidamente, aunque su impacto fue limitado, en parte gracias a las medidas rápidas y decididas adoptadas por las autoridades.

La primera entidad afectada fue Silicon Valley Bank de California tras una súbita retirada de depósitos provocada por una colocación fallida de acciones.

El estrés se transmitió a otras entidades y provocó la caída secuencial de cuatro entidades que compartían algunas de sus características (en particular, el elevado porcentaje de depósitos no cubiertos por el fondo de garantía de depósitos). Esto se produjo en un contexto de tensiones inflacionistas y de inestabilidad en los mercados financieros por el empeoramiento macroeconómico. La subida de los tipos de interés oficiales para combatir la inflación evidenció desequilibrios en los balances de las tres entidades estadounidenses. Por el lado del activo, la cartera de deuda adquirida antes de la subida de tipos tenía vencimientos a plazos largos y con tipos de interés inferiores a los de marzo de 2023. Con el endurecimiento de la política monetaria, el precio de mercado de esas carteras cayó¹. Por el lado del pasivo, los depósitos estaban concentrados, sujetos a una alta rotación y, en gran medida, excedían la cobertura del fondo de garantía de depósitos, lo que requería una elevada remuneración y generó una intensificación de las fugas en cuanto

surgieron las primeras dudas sobre la solvencia de la entidad. **Las entidades afectadas compartían vulnerabilidades en su gobernanza, gestión de riesgos y estructura de financiación.** Los desequilibrios descritos generaron desconfianza sobre la solvencia de estos bancos y salidas de depósitos. Estas retiradas forzaron a las entidades a vender parte de sus carteras a pérdidas y, pese a la inyección de liquidez por parte de las autoridades, las entidades estadounidenses entraron en crisis. En Suiza se agravaron las dificultades de Credit Suisse, que ya había mostrado problemas en su gestión y gobernanza. Todas estas entidades tenían en común tanto modelos de negocio poco sostenibles, como vulnerabilidades en su gobernanza, en su gestión del riesgo de interés y de liquidez y en su estructura de financiación.

Estos acontecimientos hicieron necesario analizar el papel de la supervisión bancaria y la regulación existente a nivel global. Los supervisores nacionales habían detectado parte de las debilidades y deficiencias de las entidades afectadas. Sin embargo, como señala el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), no actuaron con la suficiente rapidez debido a la lentitud de los procesos supervisores internos en la toma de decisiones o a la carencia de medidas supervisoras y sancionadoras suficientemente efectivas.

Las crisis evidenciaron áreas de mejora en el ámbito supervisor que no son aplicables en la misma medida a todos los países. Entre estas se encuentran:

¹ Para mayor detalle, véase el artículo de la Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España "Las crisis bancarias de 2023: causas y papel de los gestores bancarios, los supervisores y los reguladores".

Recuadro 3.A Crisis bancarias en Estados Unidos y Suiza durante la primavera de 2023 (cont.)

- Plena aplicación de los estándares de Basilea III, con proporcionalidad y con suficientes recursos.
 - Análisis de la sostenibilidad del modelo de negocio.
 - Supervisión de las líneas de liquidez en escenarios de estrés, teniendo en cuenta la potencial rotación de los pasivos.
 - Atención al riesgo de interés y de mercado.
 - Disponibilidad de un rango ágil y flexible de medidas supervisoras adecuadas para la severidad de cada caso y una mejora de los procesos de gestión de los casos de incumplimiento.
- forma proporcional y consistente con el perfil de riesgo e importancia sistémica de las entidades.
 - Estándares de liquidez. La liquidez de las entidades es sensible a cambios bruscos en la percepción del mercado. Esto puede traducirse en dificultades si su apalancamiento o desequilibrios en los vencimientos de la financiación son elevados o si el margen de intereses no permite cubrir costes. La vulnerabilidad se incrementa con los cambios en el comportamiento de sus clientes, inducidos por la tecnología y amplificados por las redes sociales.
 - Tratamiento del riesgo de tipo de interés. El endurecimiento de la política monetaria, y su reflejo en la gestión de este riesgo, hace necesario analizar si es adecuado el tratamiento actual basado en un enfoque supervisor (Pilar 2, según la nomenclatura de Basilea) y de información al mercado (Pilar 3).

El BCBS, en su análisis de los eventos, también abordó las cuestiones regulatorias y las lecciones preliminares en este ámbito. El marco de Basilea III protegió al sistema bancario global, lo que subraya la importancia de su implantación plena y consistente a nivel internacional. Además, el BCBS resaltó otros temas, como:

- Alcance y proporcionalidad. Los bancos estadounidenses en crisis no estaban plenamente sujetos a Basilea III, ya que allí este marco está reservado a las entidades más grandes y globalmente sistémicas. Quedó clara la importancia de aplicar el marco de

Por todo lo anteriormente expuesto, el BCBS ha puesto el foco en fortalecer la efectividad de la supervisión para asegurarse de que, de cara al futuro, problemas de este tipo se puedan identificar y corregir a tiempo. Además, está analizando y evaluando el funcionamiento del marco regulatorio antes de decidir sobre la idoneidad de acometer ajustes en áreas concretas del mismo.

Recuadro 3.B Acuerdos durante la Presidencia española del Consejo de la UE

Durante la Presidencia española del Consejo de la UE, que abarcó el segundo semestre de 2023, se consiguieron avances significativos en materia de la legislación financiera.

De manera destacada, se alcanzaron acuerdos diversos acerca de la normativa comunitaria bancaria, de los mercados de capitales y medios de pago, así como para el sector asegurador.

En el ámbito bancario, se alcanzó el acuerdo definitivo para incorporar al ordenamiento jurídico europeo los últimos elementos de los acuerdos internacionales de Basilea III.

La transposición de los estándares emitidos por el BCBS en 2017 supone la modificación de la normativa bancaria prudencial europea, conformada por el Reglamento sobre requisitos de capital (enmiendas de «CRR III») y la Directiva sobre requisitos de capital (enmiendas de «CRD VI»). Entre otras novedades, esta normativa incorpora ahora un límite a las diferencias entre los requisitos de capital calculados empleando modelos internos y los requisitos bajo el uso de modelos estándar. También se ha realizado una amplia revisión del tratamiento prudencial del riesgo de crédito, de mercado, operacional y de ajuste de valoración del crédito.

Otro foco de trabajo en el ámbito bancario ha sido el marco de gestión de crisis bancarias y garantía de depósitos (CMDI).

Con este paquete se modificará la Directiva sobre recuperación y resolución bancarias (BRRD), el Reglamento sobre el mecanismo único de resolución (SRMR) y la Directiva sobre sistemas de garantía de depósitos (DGSD). Esta iniciativa busca mejorar el marco de resolución y garantizar su financiación, especialmente para entidades de crédito pequeñas y

medianas. Incluye aspectos como la ampliación del ámbito de aplicación de la resolución frente a la liquidación concursal de entidades, o el refuerzo de la financiación de la resolución basada en estrategias de transferencia mediante el uso de los Fondos de Garantía de Depósitos.

Algunas propuestas relacionadas con la Unión de los Mercados de Capitales fueron prácticamente finalizadas.

Durante el segundo semestre de 2023 concluyó la discusión sobre los aspectos técnicos para la modificación del Reglamento y la Directiva relativos a los mercados de instrumentos financieros (MiFIR y MiFID II), cuya principal novedad se encuentra en la creación de sistemas centralizados de datos, superando la fragmentación existente, de manera que los inversores puedan acceder a información clave, como el precio de los activos, el volumen o la hora de las transacciones. También se ha avanzado en las negociaciones sobre la llamada ley de cotización (*Listing Act*), que busca promover más salidas a bolsa, a través de la simplificación de los requisitos a lo largo del ciclo de cotización.

Otros hitos fueron el acuerdo con el Parlamento Europeo para la aprobación del Reglamento de pagos instantáneos, y los avances en materia del euro digital.

El acuerdo sobre pagos instantáneos prevé modificaciones en el Reglamento SEPA (Single Euro Payments Area), de manera que todos los proveedores de servicios de pagos que ofrezcan transferencias a sus clientes deberán también ofrecer la realización de transferencias inmediatas a una tarifa no superior a la aplicada en las transferencias ordinarias. Por otro lado, los Estados miembros han avanzado en

Recuadro 3.B Acuerdos durante la Presidencia española del Consejo de la UE (cont.)

sus discusiones sobre las implicaciones del proyecto de la futura emisión del euro digital, en paralelo a los trabajos técnicos de investigación y preparación por parte del BCE.

En el ámbito asegurador se lograron acuerdos políticos sobre el contenido de la Directiva sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) y de la Directiva de recuperación y resolución. Solvencia II regula el régimen prudencial para las aseguradoras y reaseguradoras, y entre los principales objetivos de esta revisión ha estado mejorar la regulación para preservar la estabilidad financiera. Con este fin, se han mejorado dos instrumentos que ayudan a estabilizar el balance de las aseguradoras y que tienen un carácter contracíclico: el ajuste por casamiento, de especial relevancia en el mercado español, y el ajuste por volatilidad.

Con la reforma de Solvencia II se ha introducido un nuevo capítulo dedicado a la supervisión macroprudencial, que dota de nuevas herramientas a la autoridad supervisora de seguros. En materia de riesgo de liquidez se establece la obligatoriedad para las aseguradoras de elaborar un plan de liquidez a corto plazo, incluso bajo condiciones estresadas, y se da al supervisor la facultad de exigir planes a medio y largo plazo a aquellas aseguradoras que los precisen dada su situación, y a exigirles que refuercen su posición de liquidez. Si el riesgo de liquidez lo demanda, el supervisor puede incluso prohibir temporalmente a la aseguradora el pago de dividendos o de retribuciones variables, o suspender el

ejercicio del derecho de rescate por los tomadores. Además, durante períodos de perturbaciones excepcionales en todo el sector, el supervisor tiene la facultad de adoptar medidas para preservar la situación financiera de las aseguradoras. Finalmente y con carácter preventivo, las aseguradoras deben considerar los riesgos macro a la hora de hacer inversiones, e incluir en el ORSA¹ las consideraciones y los riesgos macroeconómicos, y el supervisor puede exigir análisis macro aumentados a las aseguradoras que individualmente lo justifiquen.

La modificación de la Directiva de recuperación y resolución de entidades aseguradoras refuerza el marco jurídico aplicable y encomienda a la autoridad europea —EIOPA— nuevas e importantes tareas y responsabilidades. Se establece el ámbito subjetivo de los planes preventivos de recuperación en un 60 % del mercado nacional de vida y no vida; mientras que se fija el 40 % de cuota de mercado agregada para los planes de resolución. Por otra parte, se introduce una nueva autoridad de resolución, con una serie de poderes y herramientas. La resolución de una entidad se acordará cuando una entidad sea declarada inviable, no existan perspectivas razonables de que alguna medida alternativa del sector privado o de supervisión pudiera impedir la inviabilidad de la entidad y sea necesaria su salida del mercado a la vista del interés público que represente. En caso contrario, si se determinara que no concurre interés público, la entidad inviable deberá extinguirse mediante el procedimiento de liquidación regulado en la normativa nacional.

¹ Own Risk and Solvency Assessment.

4 Interconexiones en el sistema financiero

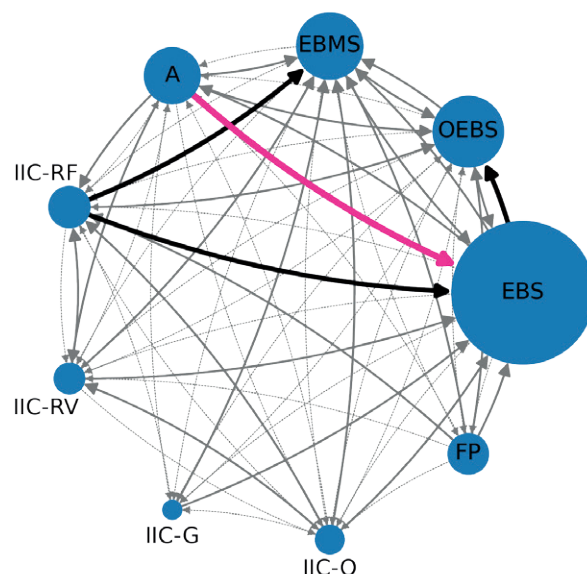
Las interconexiones entre las entidades financieras son un elemento necesario para que el funcionamiento del sistema sea eficiente, pero a la vez resulta conveniente analizar los riesgos que implican. La existencia de interconexiones facilita que las entidades financieras se concentren en su actividad principal, derivando a otras entidades otro tipo de operaciones. Además, estas interrelaciones suponen un mecanismo por el que las entidades pueden variar su perfil de riesgo y diversificar sus exposiciones, así como canalizar su exceso de liquidez (o sus necesidades de financiación) invirtiendo en activos emitidos por otras entidades financieras (u obteniendo financiación de estas). No obstante, a través de estos canales también se pueden transmitir las perturbaciones sistémicas que se originen en una o varias entidades financieras, por lo que resulta fundamental analizar los mismos desde una perspectiva de estabilidad financiera. 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 produce tanto a través de tenencias comunes de activos financieros emitidos por los mismos emisores, como por exposiciones a activos distintos pero altamente correlacionados.

La estructura de interconexiones directas del sistema financiero residente en España muestra el papel destacado del sector bancario, cuyas interconexiones con los fondos de renta fija y aseguradoras son las más destacadas. Con respecto al análisis realizado en los informes previos, en este se descompone de forma más granular la actividad de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en cuatro grupos diferentes: renta fija, renta variable, fondos garantizados y otras IIC. Los resultados continúan mostrando que el sector bancario es el de mayor tamaño⁵², así como uno de los sectores más interconectados (figura 4.1). No obstante, en 2023 se revertió la tendencia decreciente observada en los años previos en el valor de las interconexiones directas, pues estas crecieron un 8,8 % a lo largo del año. En el mismo período, los activos financieros de las instituciones financieras españolas se incrementaron tan solo un 3,3 %, lo que muestra que el aumento de las interconexiones directas superó el aumento general del tamaño del sistema financiero español. Este aumento puede estar siendo propiciado por la normalización de la política monetaria por parte del BCE, dado que el menor peso de la financiación por parte del banco central está siendo compensado con un aumento de la financiación entre las entidades financieras.

Las exposiciones de las aseguradoras e instituciones de inversión colectiva

⁵² En España el total de los activos financieros del sistema financiero privado residente superan los 4 mm de euros en diciembre de 2023, del que más del 65 % corresponde al sector bancario.

Figura 4.1 Interconexiones directas del sistema financiero español. Diciembre de 2023



FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Los acrónimos de los sectores se refieren a: entidades bancarias sistémicas (EBS), otras entidades bancarias significativas (OEBS), entidades bancarias menos significativas (EBMS), aseguradoras (A), instituciones de inversión colectiva de renta fija (IIC-RF), de renta variable (IIC-RV), fondos garantizados (IIC-G), otros fondos (IIC-O) 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 y estilo de las flechas denota el tamaño de la exposición directa: en gris discontinuo, exposiciones inferiores a 1 mm de euros; en gris continuo, exposiciones entre 1 mm y 5 mm de euros; en negro continuo, exposiciones entre 5 mm y 10 mm de euros; y en rosa continuo si son superiores a 10 mm de euros.

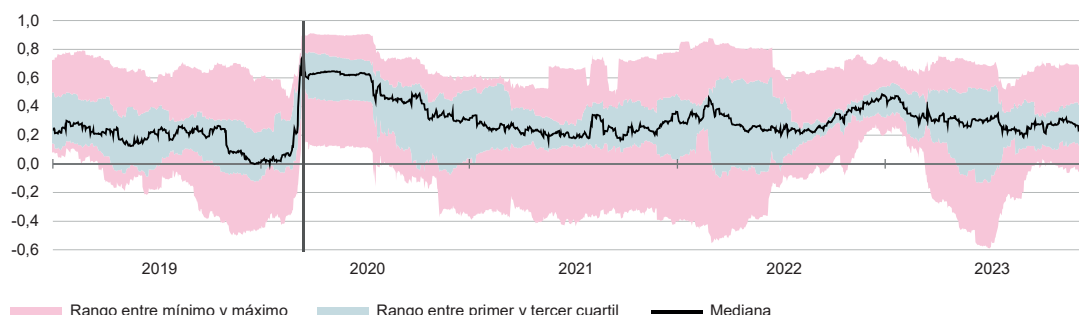
a las entidades bancarias sistémicas (EBS) siguieron representando los vínculos más relevantes del sistema. No obstante, se redujeron ligeramente las primeras y aumentaron un 36 % las segundas. Entre las instituciones de inversión colectiva, la mayor desagregación analizada en este informe mostró que el componente dominante es la exposición de los fondos de renta fija (IIC-RF), tanto a entidades bancarias sistémicas como a entidades bancarias menos significativas (EBMS)⁵³. Por último, destacó también la exposición de las entidades bancarias sistémicas a otras entidades bancarias significativas, que aumentaron un 41 % desde diciembre de 2022.

Durante 2023, las correlaciones entre los activos financieros disminuyeron de media, si bien esta tendencia no fue homogénea a lo largo del ejercicio. Este análisis se realiza a través de las correlaciones entre los precios de los diferentes activos de renta fija y variable provenientes de emisores españoles, que proporcionan una estimación sobre la evolución de las interconexiones indirectas entre entidades financieras. Este indicador había repuntado a partir del verano de 2022 debido al impacto de la subida de tipos de interés sobre el

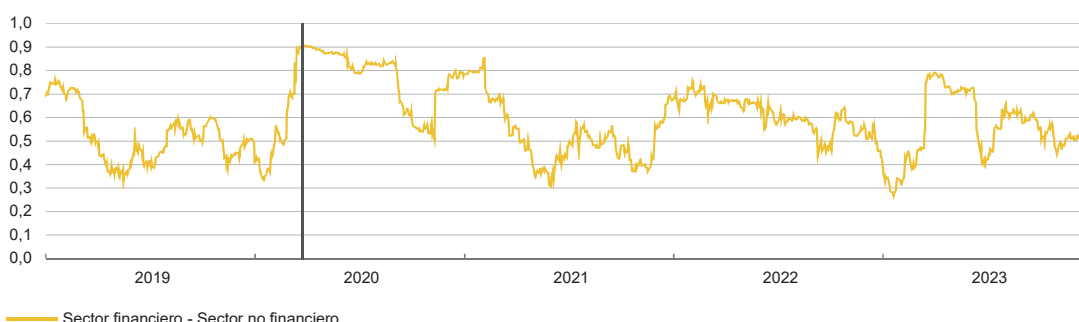
⁵³ El desglose para el sector bancario consta de tres categorías: i) “entidades sistémicas”, que son aquellas identificadas por el Banco de España como Entidades de Importancia Sistémica Mundial (EISM) o como Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS); ii) entidades no sistémicas pero significativas desde el punto de vista del MUS; y (iii) entidades menos significativas. Para más detalles, véase el cap. 4 del *Informe Anual 2020* de la AMCESFI.

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

1 Indicador de correlación entre las clases de activos (a)



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

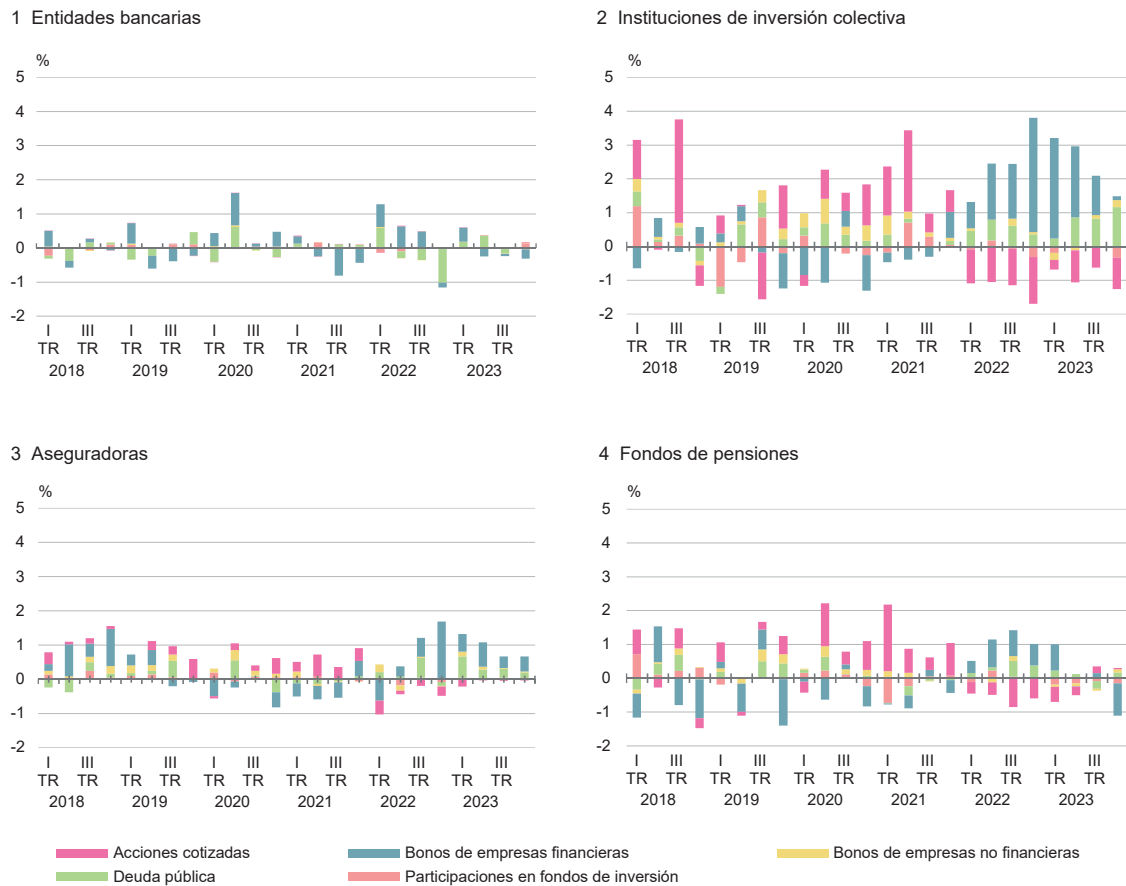


FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- 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.

valor de los activos de renta fija. Sin embargo, durante 2023, el indicador fue disminuyendo, debido a la mayor estabilización de los tipos de interés como consecuencia de la moderación de la inflación y sus expectativas, en un contexto de fuerte revalorización de las acciones (véase gráfico 4.1, panel 1). No obstante, a partir del mes de marzo, las correlaciones se vieron afectadas, sobre todo, por las turbulencias derivadas de las crisis bancarias en Estados Unidos y Suiza, que ralentizaron temporalmente la senda media descendente que se venía observando, y aumentaron considerablemente la variabilidad. De hecho, cuando se analizan las correlaciones entre los activos del sector financiero y del no financiero, calculadas únicamente a partir de activos de renta variable, se observa un repunte acusado de su promedio, que duró desde marzo hasta junio, y que comenzó en las primeras semanas de las crisis bancarias (véase gráfico 4.1, panel 2). En cualquier caso, la situación se normalizó en la segunda mitad de 2023, una vez que estas turbulencias se atenuaron, por lo que todas las correlaciones tendieron a reducirse y también fueron mucho menos volátiles.

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

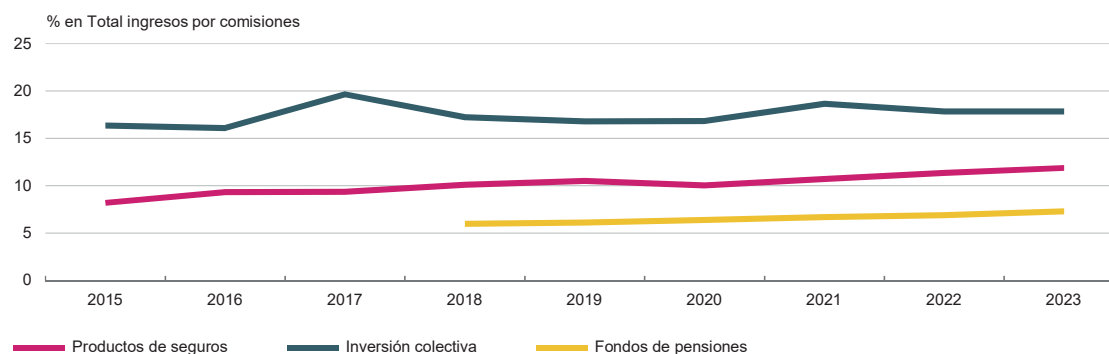


FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras) y Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

Las interconexiones indirectas por tenencias comunes de activos financieros mostraron una moderación de la actividad en términos de transacciones a lo largo de 2023. En particular, todos los sectores financieros redujeron sus adquisiciones de deuda pública a lo largo de 2023 (véase gráfico 4.2), aunque con algunas diferencias relevantes. Por un lado, el sector bancario llegó a realizar ventas netas de deuda pública durante 2023. Por otro, las IIC continuaron realizando adquisiciones importantes de deuda pública, si bien de magnitud decreciente a lo largo de 2023. Adicionalmente, las IIC y los fondos de pensiones siguieron teniendo un papel preponderante en las transacciones relativas a participaciones en fondos de inversión. En ambos casos, las transacciones netas de este tipo de activos han continuado con la tendencia negativa observada ya en 2022, aunque esta tendencia se ha ido moderando progresivamente. Por último, las adquisiciones de acciones continúan teniendo un peso muy reducido para todos los sectores.

El modelo de negocio de algunas entidades financieras también representa otro canal de interconexión relevante. Sin perjuicio de las conexiones por el lado del activo expuestas anteriormente, existen otras fuentes de relación,

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.

fundamentalmente derivadas del modelo de negocio. En particular, cabe destacar las interrelaciones entre los sectores bancario y asegurador generadas por la relevancia de las entidades aseguradoras vinculadas a los grupos bancarios (negocio banco-asegurador) dentro del sector asegurador español y por la contribución de estas entidades a los resultados del sector bancario a través del pago de comisiones y dividendos. La distribución de seguros a través de la red bancaria es particularmente importante en el ámbito de los seguros de vida. Los determinantes del desarrollo del negocio de banca-seguros característicos son los siguientes: (a) la importancia de la red física bancaria española; (b) la similitud entre los productos de ahorro con vistas a la jubilación y los productos financieros; y (c) la relevancia de los seguros vinculados a préstamos (tanto los vinculados a crédito al consumo como los hipotecarios) dentro del mercado total de los seguros de vida-riesgo (seguros de protección frente al fallecimiento del tomador).

En la evolución actual de la actividad de banca-seguros, destaca el extraordinario desarrollo de los seguros de vida-ahorro. Se trata de seguros de vida que garantizan prestaciones en caso de supervivencia. Este desarrollo se vio favorecido por el entorno actual de tipos, que permite una mayor retribución al ahorro, y por la estrategia de algunas entidades bancarias. No obstante, los seguros de vida-riesgo siguen constituyendo un segmento de elevada rentabilidad de la actividad banca-seguros. Las contribuciones de los productos de seguros y fondos de pensiones a los ingresos bancarios por comisiones han vuelto a aumentar moderadamente en 2023, mientras que la contribución de los productos de inversión colectiva se ha mantenido estable (véase gráfico 4.3). No obstante, se trata de un crecimiento reducido, con magnitudes inferiores al 1 % del total de ingresos por comisiones. La elevada rentabilidad de los seguros de protección de créditos genera, desde un punto de vista conductual, riesgos derivados de potenciales prácticas inadecuadas de suscripción y venta. En este ámbito, EIOPA demanda una mejor relación calidad-precio en la actividad de la banca seguros en una advertencia a nivel europeo dirigida a bancos y aseguradoras. La DGSFP ha

hecho suya esta prioridad respecto al mercado español de seguros de protección de pagos y ha ejercido sus facultades de supervisión en la materia.

Por último, existen otros canales de interconexiones de diversa tipología, sobre los que conviene intensificar el seguimiento. Entre ellos, cabe destacar la actividad en los mercados de derivados y sus cámaras de contrapartida central, los ciberriesgos y aquellos derivados de la inteligencia artificial.

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

La AMCESFI, como autoridad macroprudencial nacional, es susceptible de ser destinataria de las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Las recomendaciones que emite este organismo europeo se orientan a prevenir o mitigar riesgos y vulnerabilidades sistémicas, o a promover actuaciones de *policy* por parte de las autoridades relevantes en la UE, entre las que se incluyen las autoridades nacionales con cometidos macroprudenciales, de supervisión, de resolución e, incluso, los propios Estados miembros; así como la Comisión Europea, la Supervisión Bancaria del BCE, las tres autoridades europeas de supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) y la Junta Única de Resolución (JUR).

En 2023, la JERS emitió tres recomendaciones relevantes para el Banco de España sobre la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial introducidas en Noruega, Suecia, Dinamarca y Portugal. El objetivo de estas recomendaciones es promover que las medidas activadas en un Estado miembro (de la UE o del Espacio Económico Europeo) se aplican recíprocamente en otros Estados, garantizando así la eficacia y coherencia de las medidas nacionales de política macroprudencial. En este caso, se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial. Noruega (JERS/2023/1) amplió un año —de diciembre de 2022 a diciembre de 2023— el período de *phase-in* de las medidas macroprudenciales introducidas en 2021 por las que se fijaba: (i) un porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos para las exposiciones en ese país y (ii) se establecían unos suelos para las ponderaciones medias del riesgo aplicable a las exposiciones inmobiliarias en ese país al calcular los requerimientos de capital de las entidades de crédito con modelos avanzados. Suecia (JERS/2023/4), por su parte, introdujo suelos para las ponderaciones medias del riesgo aplicables a las exposiciones a empresas garantizadas por hipotecas sobre bienes inmuebles, para entidades de crédito autorizadas a utilizar métodos avanzados de medición del riesgo de crédito (IRB) para el cálculo de requerimientos de capital regulatorio. La Recomendación JERS/2023/13 abordó conjuntamente dos medidas del colchón contra riesgos sistémicos, en un caso aplicable a las exposiciones situadas en Dinamarca frente a las sociedades no financieras que lleven a cabo actividades inmobiliarias y, en otro caso, a las exposiciones de entidades IRB frente a las personas físicas con garantía de inmuebles residenciales ubicados en Portugal⁵⁴.

⁵⁴ Esta recomendación de la JERS depararía en 2024 una medida macroprudencial del Banco de España recíproca de la medida portuguesa, sometida a una Opinión de la AMCESFI.

Cuadro 5.1 Recomendaciones vigentes 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	FC	FC	LC	LC	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 los objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial	LC (a)					LC

FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico y 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, asumía la responsabilidad del cumplimiento con las Recomendaciones de la JERS dirigidas a la autoridad macroprudencial.

La JERS emite recomendaciones que no son vinculantes, pero su cumplimiento está sujeto a un principio general de «cumplir o explicar». Así la JERS periódicamente realiza ejercicios de evaluación y seguimiento para determinar el grado de cumplimiento con sus recomendaciones de las autoridades destinatarias. En 2023 un equipo de evaluación de la JERS analizó el grado de cumplimiento con parte de la recomendación sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (JERS/2016/14). La JERS también publicó su evaluación plurianual del grado de cumplimiento con la recomendación sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2015/2) para el período comprendido entre el 1 de julio de 2019 y el 30 de junio de 2021. Para ambas recomendaciones, la JERS concluyó que la AMCESFI hizo una implementación plena de las subrecomendaciones de las cuales era destinataria como autoridad macroprudencial.

Las recomendaciones vigentes de la JERS dirigidas a la AMCESFI se recogen en el cuadro 5.1, con indicación del grado de su cumplimiento, según la

evaluación de la JERS, en caso de estar disponible. El anejo 2 lista otras recomendaciones de la JERS dirigidas a —al menos— una autoridad española.

La JERS, además de recomendaciones, 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. En 2023, la JERS no emitió ningún aviso adicional al emitido en 2022 sobre vulnerabilidades en el sistema financiero de la UE ([Aviso JERS/2022/7](#)).

Recuadro 5.A Coordinación ante ciberincidentes de alcance sistémico

En febrero de 2023 la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) publicó el informe *Advancing macroprudential tools for cyber resilience*. En él, la JERS invitaba a las autoridades a adoptar una actitud más proactiva ante la importancia del ciberriesgo y el contexto actual de ciberamenazas, tanto dentro como fuera del sector financiero. Para ello, el informe propone dos iniciativas con las que mejorar la adaptabilidad del entorno cibernético del sector financiero europeo.

Estas iniciativas son las pruebas de escenarios de ciberresiliencia (CyRST, por sus siglas en inglés) y los objetivos de tolerancia a impactos sistémicos (SITO, por sus siglas en inglés). Se trata de conceptos relativamente nuevos y poco explorados en el sector financiero a nivel sistémico, pero de gran relevancia en el contexto actual, con un número creciente de ciberincidentes tanto en las entidades financieras como en sus proveedores. Ambas iniciativas facilitarán a las autoridades una primera evaluación del nivel de ciberresiliencia del sector financiero, pudiendo enfocar así de forma más adecuada los esfuerzos futuros para mejorarla.

Las pruebas CyRST son una herramienta diseñada para evaluar la capacidad del sistema financiero para responder y recuperarse ante un ciberincidente severo. Para ello, se diseña un escenario severo pero plausible, con potencial impacto en la estabilidad financiera, y se documenta el impacto que tendría en los participantes, cómo responderían ante una situación similar y hasta qué punto podrían seguir

prestando sus servicios críticos. La evaluación conjunta de las respuestas permite valorar la capacidad que tiene el sistema financiero en su conjunto para recuperarse ante el ciberincidente y continuar prestando los servicios críticos.

Por su parte, los SITO representan el punto en el que el sistema financiero no es capaz de absorber el impacto agregado causado por un ciberincidente sistémico. Se trata, por tanto, de un punto máximo de tolerancia del sistema a partir del cual se pueden definir puntos previos, con un menor impacto sistémico. Estos puntos previos pueden actuar a modo de alerta para las autoridades o servir de señal de activación de marcos de gestión de crisis.

Si bien existen iniciativas o conceptos similares en el contexto microprudencial¹, el foco sistémico de las iniciativas propuestas por la JERS sitúa a las autoridades financieras europeas en la vanguardia del trabajo en torno al ciberriesgo sistémico. Esta novedad trae consigo una complejidad adicional a la hora de avanzar en su aplicación, dada la falta de referencias previas, ejemplos o mejores prácticas.

El informe de 2023 también aborda la evaluación de las herramientas existentes para la gestión de crisis financieras y su potencial uso para crisis derivadas de ciberincidentes. Este análisis ha mostrado que, si bien hay herramientas financieras que pueden ser utilizadas para mitigar los impactos de ciberincidentes específicos, estas deberían modificarse para asegurar su efectividad ante estos

¹ Por ejemplo, el BCE ha realizado en 2024 por primera vez pruebas de resistencia centradas en la capacidad de recuperación de las entidades ante ciberataques. Véase la nota de prensa del BCE de 3 de enero de 2024.

Recuadro 5.A Coordinación ante ciberincidentes de alcance sistémico (cont.)

eventos, caracterizados por su rápida propagación y su potencial alcance multinacional. Otra observación es que gran parte de las herramientas requieren un nivel de operatividad de las entidades e infraestructuras que puede no estar disponible durante un ciberincidente, lo que pone de relevancia la importancia de las medidas orientadas a asegurar la capacidad operativa del sector, además de la financiera.

En este sentido, y para complementar el análisis de 2023, la JERS publicó en abril de 2024 el informe *Advancing macroprudential tools for cyber resilience - Operational policy tools* donde se evalúan las herramientas macroprudenciales con objetivos operacionales existentes en la UE. Estas herramientas se centran en preservar los procesos y sistemas subyacentes en los que se basa el funcionamiento del sistema financiero, y podrían ayudar a mitigar el impacto antes, durante y después de un ciberincidente. Por su potencial para fortalecer la resiliencia del sistema

financiero, la JERS centró su atención en tres grupos distintos de herramientas: i) herramientas para recopilar, compartir y gestionar información; ii) herramientas de coordinación y iii) sistemas de emergencia y respaldo.

Una de las herramientas destacadas en este informe es el marco paneuropeo de coordinación y comunicación para ciberincidentes sistémicos (EU-SCICF por sus siglas en inglés). Surgido de una recomendación² de la JERS de 2022, el EU-SCICF es un marco europeo cuyo objetivo es la coordinación ágil entre autoridades del sector financiero para la mitigación y resolución de los impactos financieros derivados de un ciberincidente sistémico. El marco, que no pretende abordar la resolución tecnológica del incidente, cubre la necesidad detectada por la JERS de que las autoridades financieras tuvieran un mecanismo para poder responder de forma rápida a ciberincidentes sistémicos, dado que estos tienen una potencial velocidad de expansión muy superior a la de otro tipo de eventos con impacto en la estabilidad financiera.

² 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).

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos

Gráfico A1.1

Riesgo macroeconómico

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

Gráfico A1.2

Riesgo de mercado

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

Gráfico A1.3

Riesgo de crédito

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

Gráfico A1.4

Riesgo inmobiliario

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

Gráfico A1.5

Riesgo de liquidez y financiación

- 1 Diferencial entre el *libor* y el *O/S* a tres meses
- 2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema
- 3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas
- 4 Emisiones de renta fija
- 5 Emisiones de renta variable de empresas españolas
- 6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes
- 7 Contratación de renta variable española
- 8 Diferenciales *bid-ask*

Gráfico 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 del total 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

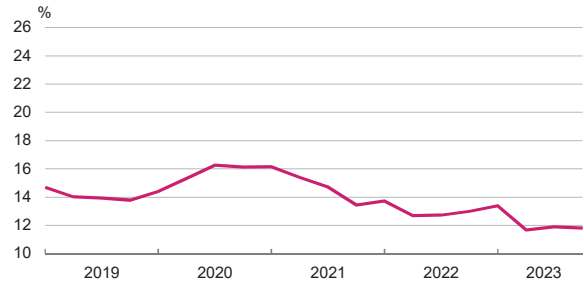
- 1 Intensidad de las emisiones de los gases de efecto invernadero
- 2 Capitalización mundial de los criptoactivos
- 3 Capitalización mundial de las principales *stablecoins*

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico

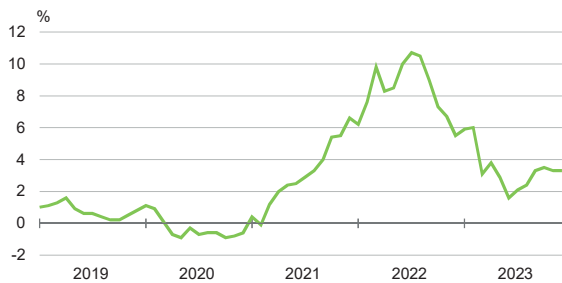
1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes ajustada estacionalidad (a)



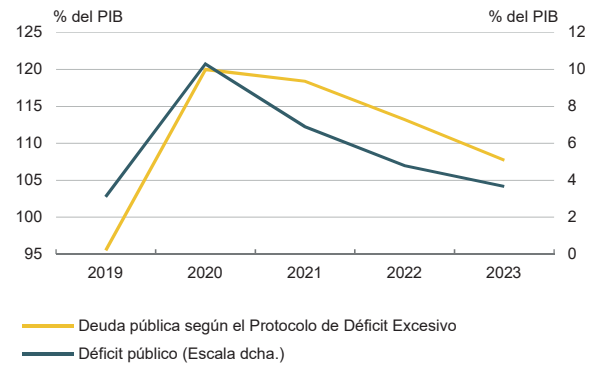
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos

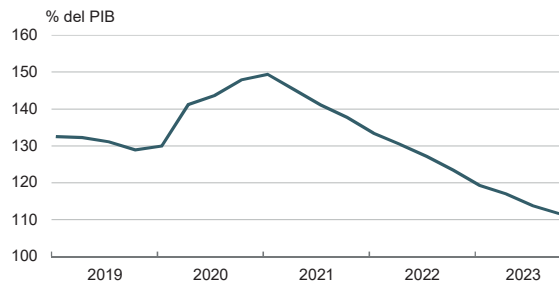


FUENTE: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

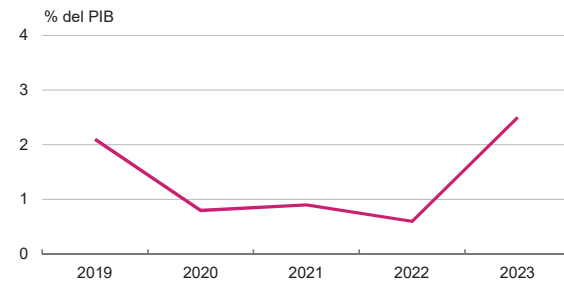
- a Tasa de variación trimestral.
b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico (cont.)

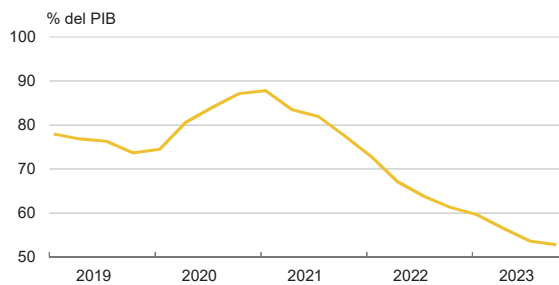
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (CLU) (b)



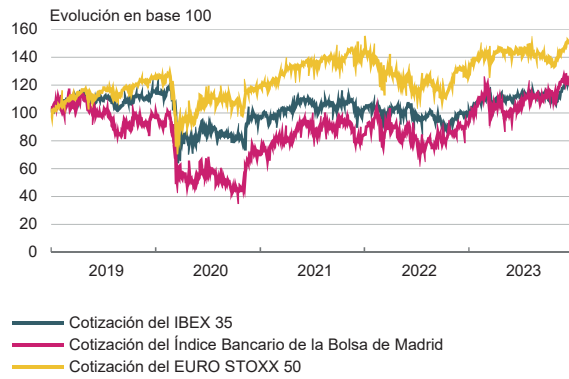
FUENTE: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

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

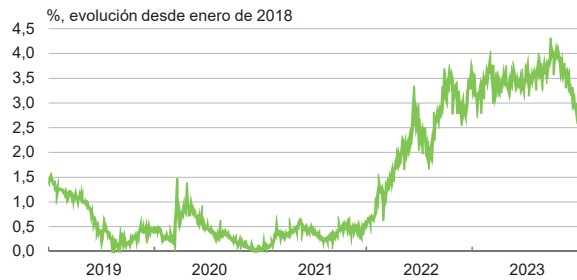
b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.2 Riesgo de mercado

1 Mercados de renta variable



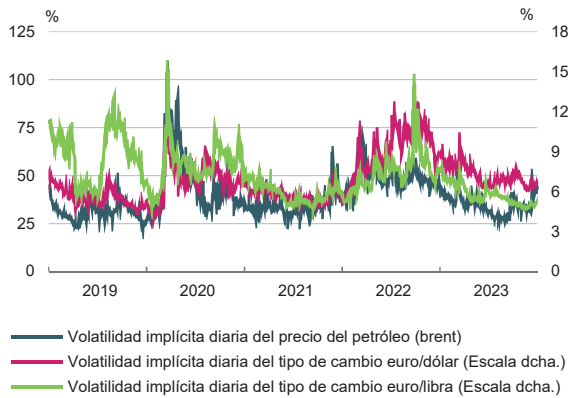
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



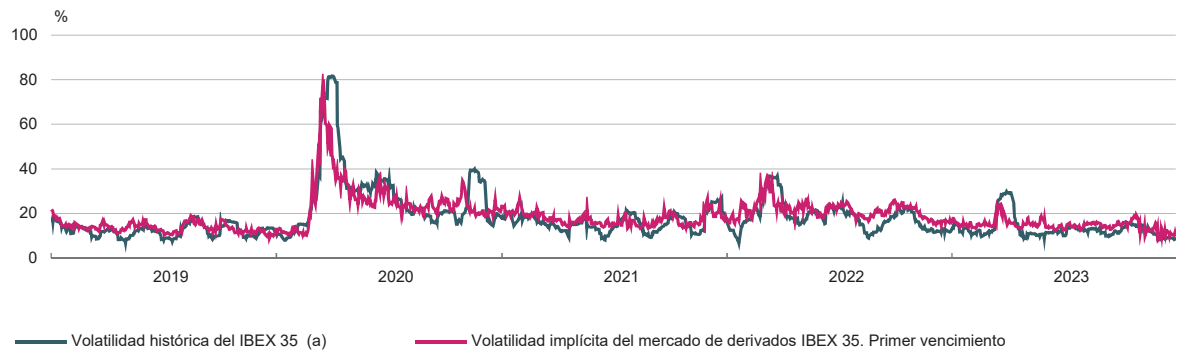
3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



5 Volatilidad del IBEX 35

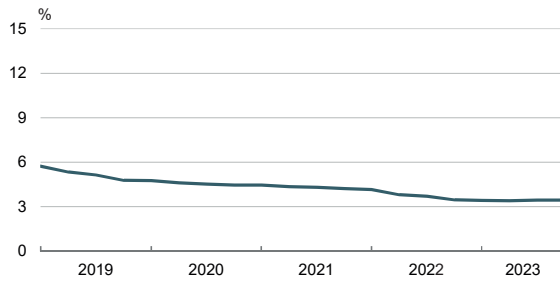


FUENTE: Datastream.

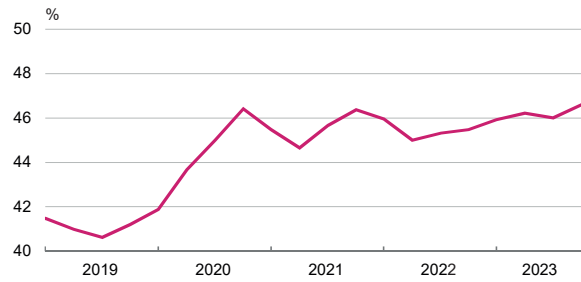
a El indicador de volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del IBEX 35 de 21 días.

Gráfico A1.3 Riesgo de crédito

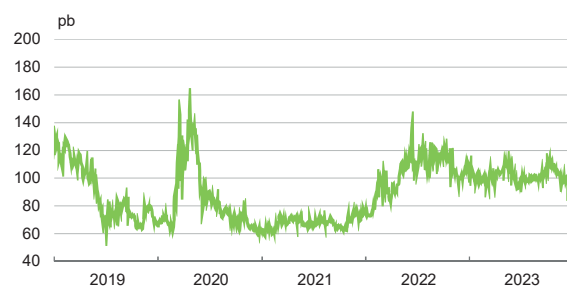
1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito (a)



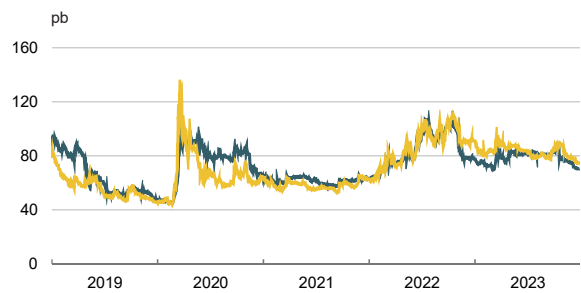
2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito (a)



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

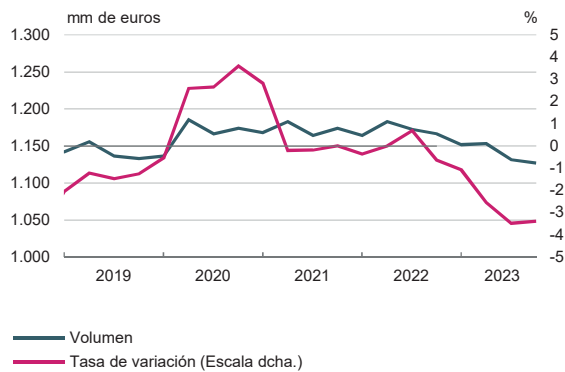


4 Indicadores de *credit default swap* (b)

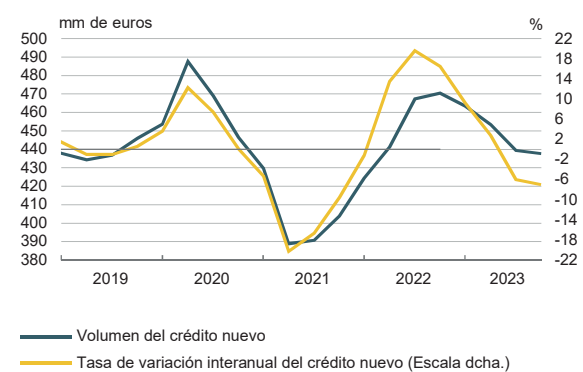


— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades financieras españolas
— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades no financieras españolas

5 Saldo de crédito al sector privado residente (c)



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

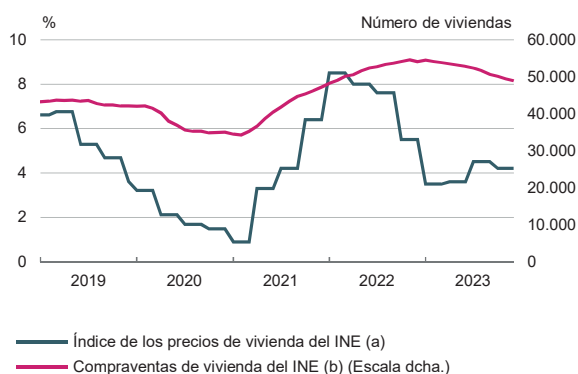


FUENTE: Banco de España.

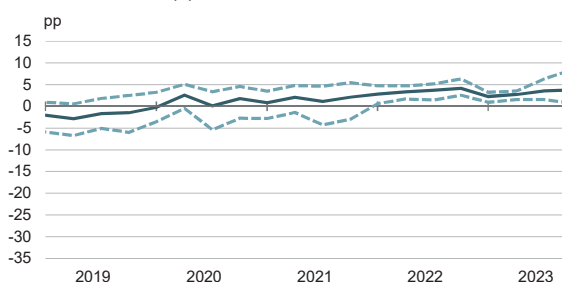
- a Datos individuales, negocios en España.
- b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX 35.
- c Hogares y sociedades no financieras.
- d Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A1.4 Riesgo inmobiliario

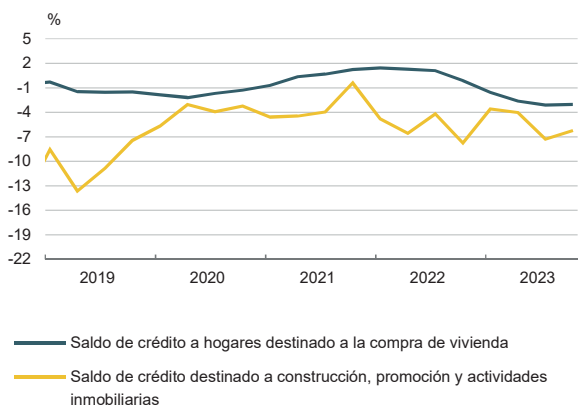
1 Evolución del mercado inmobiliario



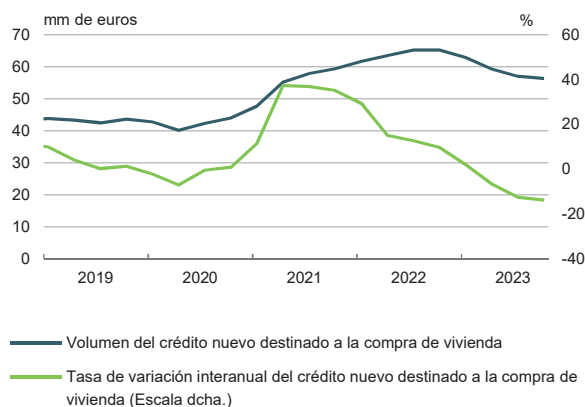
2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda (c)



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



4 Nuevo crédito destinado a vivienda (e)



FUENTE: Banco de España.

a Tasa de variación anual.

b Media móvil de 12 meses.

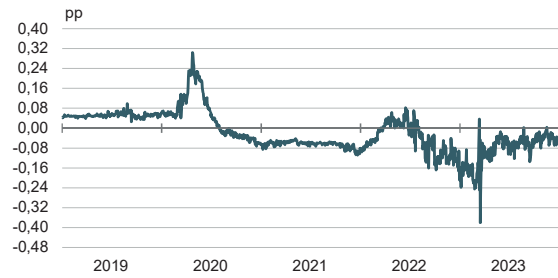
c La línea continua y las líneas discontinuas representan, respectivamente, los valores promedio, mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a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

d Tasa de variación interanual.

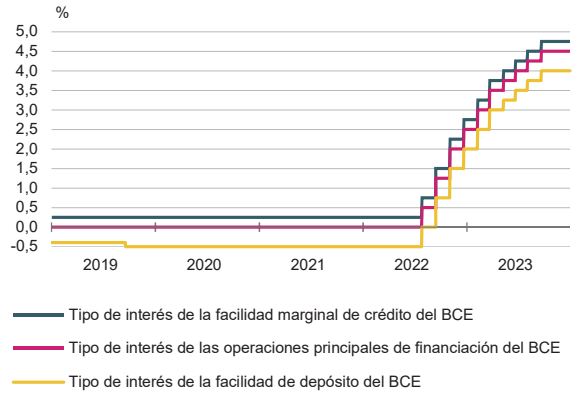
e Flujo acumulado en 12 meses. Incluye crédito a hogares e ISFL.

Gráfico A1.5 Riesgo de liquidez y financiación

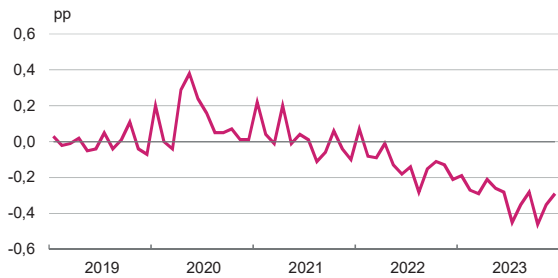
1 Diferencial entre el líbor y el OIS a tres meses



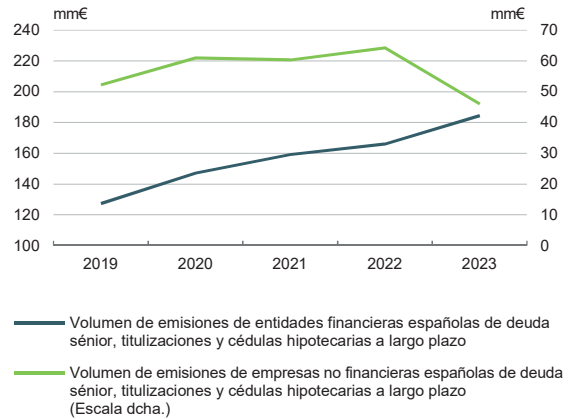
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



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



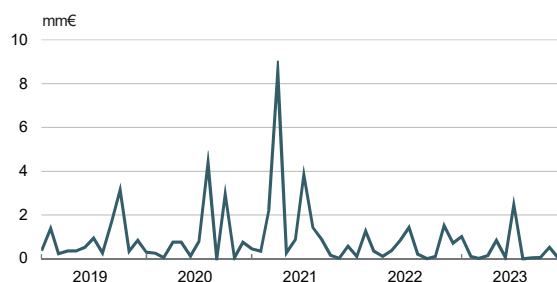
4 Emisiones de renta fija



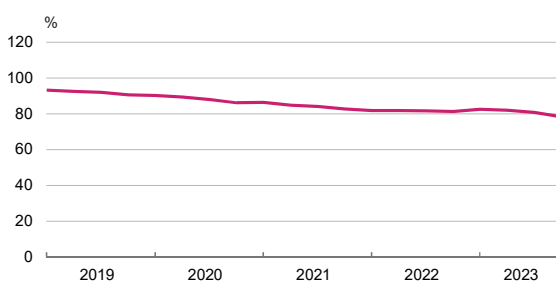
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

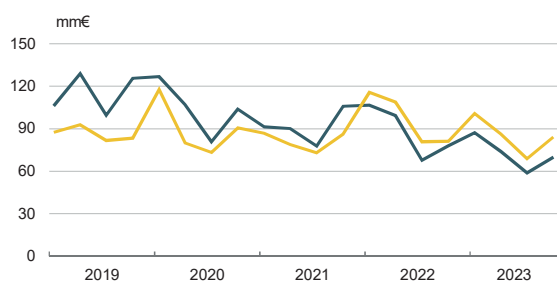
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



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

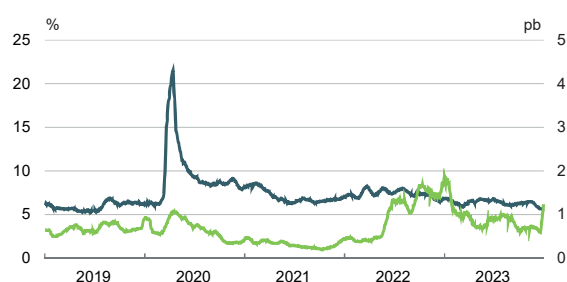


7 Contratación de renta variable española



— 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.

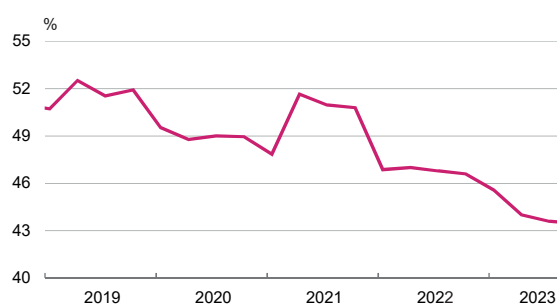
a Hogares y SNF.

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

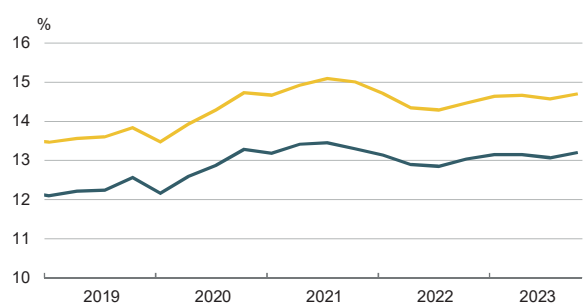
1 Return on equity (ROE) (a)



2 Ratio cost to income (b)

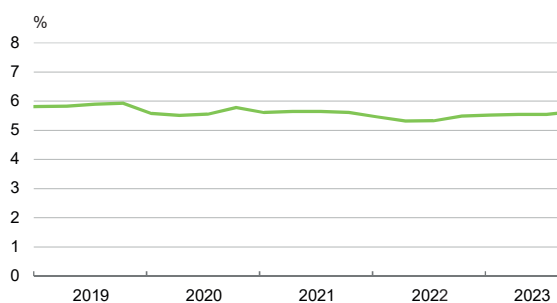


3 Ratios de capital



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

4 Ratio de apalancamiento (*phase in*)



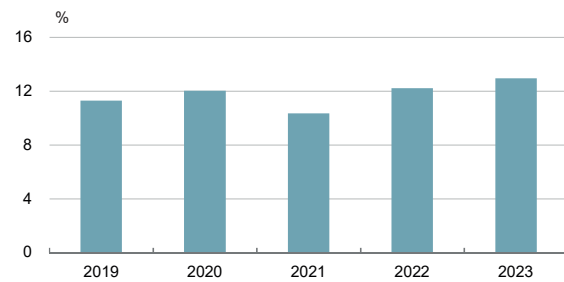
FUENTE: Banco de España.

a Resultado neto sobre patrimonio neto medio.

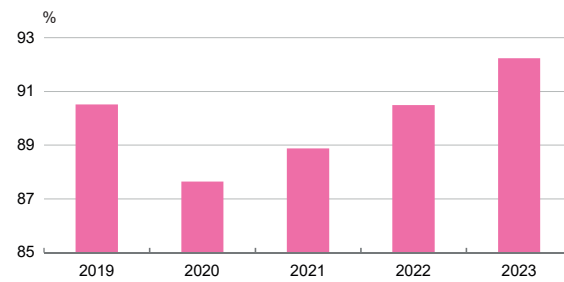
b Gastos de explotación sobre margen bruto.

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

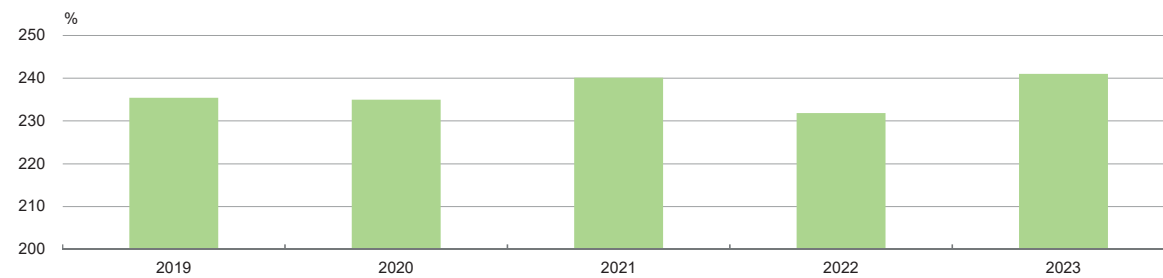
5 Return on equity (ROE)



6 Ratio combinada bruta no vida



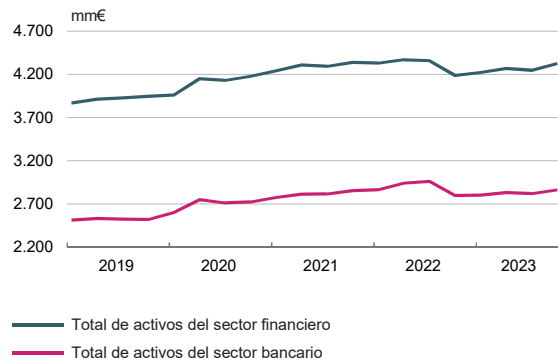
7 Ratio de solvencia



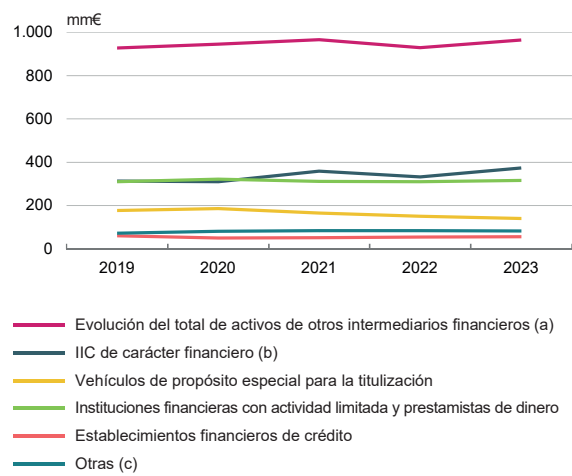
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A1.7 Riesgos estructurales e interconexiones

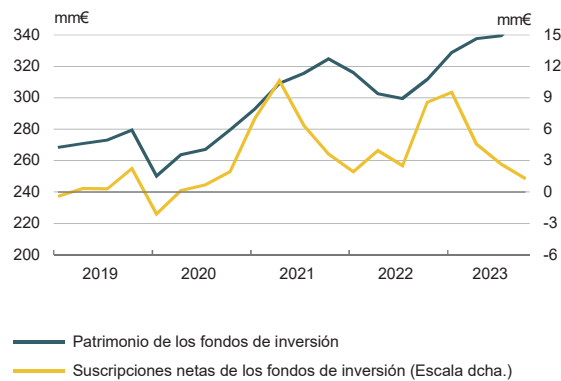
1 Evolución de activos del sector financiero



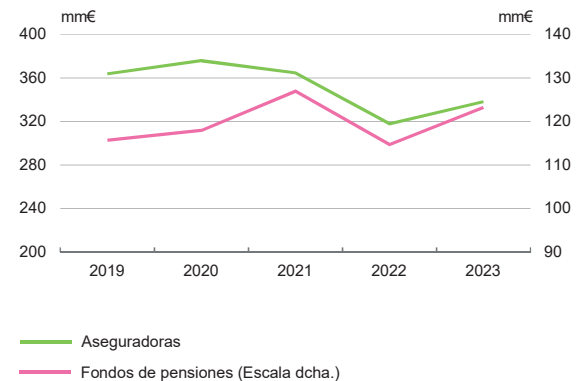
2 Evolución de activos de otros intermediarios



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.

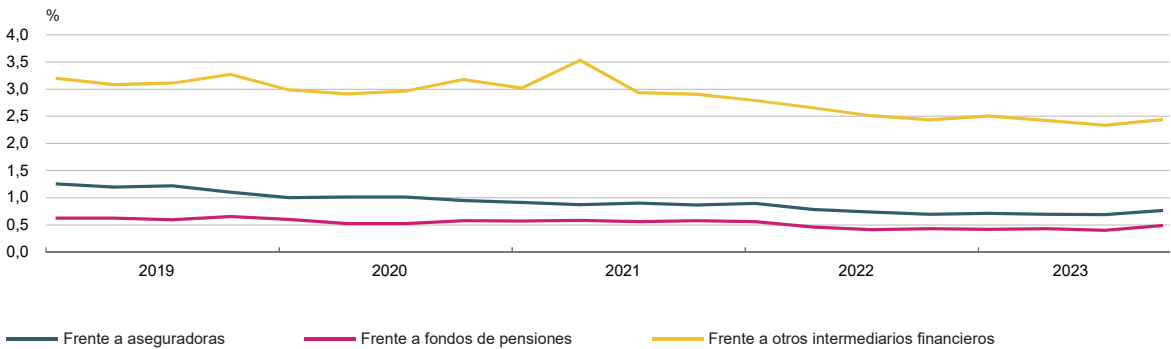
a Dato de 2021, provisional.

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

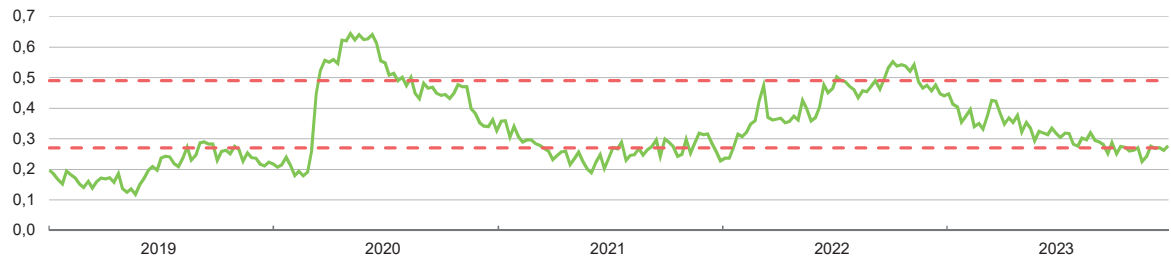
c A partir de 2020, los activos de la Sareb, por la reclasificación de esta entidad como Administraciones Públicas, no están incluidos en este epígrafe.

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

5 Pasivos del sector bancario, por sectores (a)



6 Evolución del indicador de riesgo sistémico (b)

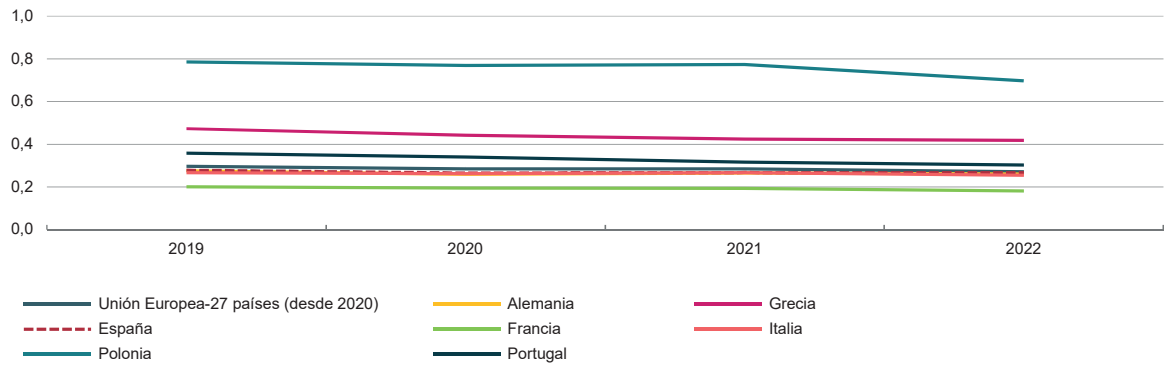


FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- a** Distribuciones en porcentaje sobre los pasivos totales del sector bancario.
- b** Se evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y se agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a períodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a períodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49, a períodos de estrés elevado. Las líneas rojas discontinuas diferencian los niveles de estrés: elevado, intermedio y reducido.

Gráfico A1.8 Otros riesgos

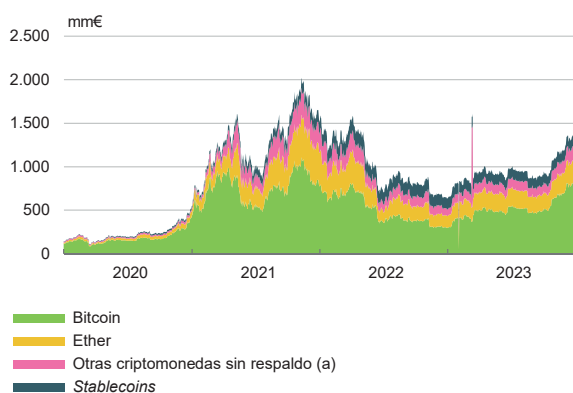
1 Intensidad de las emisiones de los gases de efecto invernadero



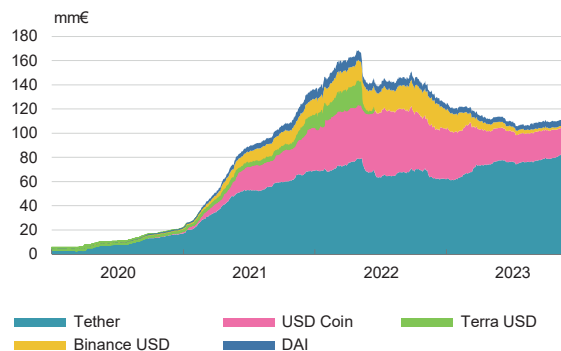
FUENTE: Eurostat.
NOTA: Intensidad calculada como emisiones de gases de efecto invernadero (en miles de toneladas) sobre PIB real (en millones de euros).

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 relevancia de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) para los miembros de la AMCESFI y otras autoridades en España

Cuadro A2.1 Recomendaciones relevantes de la JERS 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: Junta Europea de Riesgo Sistémico y 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 relativos al análisis de la estabilidad financiera y la política macroprudencial publicados por las instituciones miembros de la AMCESFI entre julio de 2023 y junio de 2024. Para publicaciones correspondientes al primer semestre de 2023, véase el anejo 3 del Informe Anual 2022 de la AMCESFI.

Banco de España

Informe de Estabilidad Financiera, primavera 2024

Informe de Estabilidad Financiera, otoño 2023

Memoria de Supervisión 2023

Informe Anual 2023

«Access to credit and firm survival during a crisis: the case of zero-bank-debt firms»

Roberto Blanco, Miguel García-Posada, Sergio Mayordomo and María Rodríguez-Moreno

Documento de Trabajo, N.º 2421, del Banco de España, 2024

«Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos»

Ángel Estrada, Carlos Pérez Montes, Jorge Abad, Carmen Broto, Esther Cáceres, Alejandro Ferrer, Jorge Galán, Gergely Ganics, Javier García Villasur, Samuel Hurtado, Nadia Lavín, Joël Marbet, Enric Martorell, David Martínez-Miera, Ana Molina, Irene Pablos y Gabriel Pérez-Quirós

Documento de Trabajo, N.º 2414, del Banco de España, 2024

«Should macroprudential policy target corporate lending? Evidence from credit standards and defaults»

Luis Fernández Lafuerza y Jorge E. Galán

Documento de Trabajo, N.º 2413, del Banco de España, 2024

«The impact of the Countercyclical Capital Buffer on credit: Evidence from its accumulation and release before and during COVID-19»

Mikel Bedayo y Jorge E. Galán

Documento de Trabajo, N.º 2411, del Banco de España, 2024

«Climate transition risk and the role of bank capital requirements»

Salomón García Villegas y Enric Martorell

Documento Ocasional, N.º 2410, del Banco de España, 2024

«Un análisis de la evolución de la actividad bancaria en España tras el establecimiento del gravamen temporal de la ley 38/2022»

Ángel Estrada y Carlos Pérez Montes

Documento Ocasional, N.º 2408, del Banco de España, 2024

«El papel de la política macroprudencial en la estabilización de las fluctuaciones macrofinancieras»

Pablo Hernández de Cos

Conferencia de Estabilidad Financiera / Banco de Portugal, Lisboa (02.10.2023)

Documento Ocasional, N.º 2403, del Banco de España, 2024

«La accesibilidad presencial a los servicios bancarios de España: Informe de seguimiento 2023»

María Alonso, Laura Crespo, Eduardo Gutiérrez-Chacón, Arancha Gutiérrez, Enrique Moral-Benito, Auxiliadora Moreno, Diana Posada, Patrocinio Tello y Carlos Trucharte

Documento Ocasional, N.º 2320, del Banco de España, 2023

«Dividend Restrictions and Search for Income»

Esther Cáceres y Matías Lamas

Documento de Trabajo, N.º 2332, del Banco de España, 2023

«Optimal regulation of credit lines»

José E. Gutiérrez

Documento de Trabajo, N.º 2323, del Banco de España, 2023

«Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España»

Pana Alves, Carmen Broto, María Gil, Matías Lamas

Documento Ocasional, N.º 2314, del Banco de España, 2023

«Public guarantees and private banks' incentives: evidence from the COVID-19 crisis»

Gabriel Jiménez, Luc Laeven, David Martínez-Miera y José-Luis Peydró

Documento de Trabajo, N.º 2318, del Banco de España, 2023

«Marco de análisis individual y sectorial del impacto de los riesgos económicos y financieros»

Carlos Pérez Montes, Alejandro Ferrer, Laura Álvarez Román, Henrique Basso, Beatriz González López, Gabriel Jiménez, Pedro Javier Matínez-Valero, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez Pujadas, Lola Morales, Myroslav Pidkuyko y Ángel Valentín

Documento Ocasional, N.º 2313, del Banco de España, 2023

«The amplification effects of adverse selection in mortgage credit supply»

Salomón García

Documento de Trabajo, N.º 2316, del Banco de España, 2023

«Principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz: una actualización tras una década de experiencia»

Asunción Alonso, Danae Durán, Belén García-Olmedo y María Antonia Quesada
Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 46, primavera de 2024

«Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks»

Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 46, primavera de 2024

«El sector bancario del área del euro ante los requerimientos MREL: ¿un reto para los bancos medianos?»

Lucía Ibáñez, Miguel Kruse, María Pollos, José María Serena y Miquel Tarí
Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 46, primavera de 2024

«A method for reducing credit scores' sensitivity to economic conditions»

Óscar Fidalgo, Víctor Martínez, Esther Moral y María Oroz

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 46, primavera de 2024

«Las crisis bancarias de 2023: Causas y papel de los gestores bancarios, los supervisores y los reguladores»

José Alonso, Rebeca Anguren, M.ª Cruz Manzano y Joaquín Mochón

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 45, otoño de 2023

«Publicación de los riesgos ESG bajo el Pilar 3. Primera información de las entidades bancarias españolas y otras europeas»

Herminia Cuevas, Esther Palomeque y Beatriz Santa-Cruz

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 45, otoño de 2023

«Cuarta Conferencia de Estabilidad Financiera del Banco de España y del CEMFI»

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, N.º 45, otoño de 2023

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Nota de estabilidad financiera N.º 24, junio 2023

Nota de estabilidad financiera N.º 25, diciembre 2023

Monitor de la intermediación financiera no bancaria – Ejercicio 2022

Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación - 2022

«Herramientas macroprudenciales en el ámbito de los fondos de inversión abiertos»

María Isabel Cambón y Gema Pedrón

Revista de Estabilidad Financiera, del Banco de España, Nº 45, otoño de 2023

«Defining greenwashing»

Ariadna Dumitrescu, Javier Gil-Bazo, Feng Zhou.

Documento de trabajo N.º 84 de la CNMV

«Estudio comparativo de la rentabilidad de las instituciones de inversión colectiva (IIC) de renta variable y renta fija españolas y las extranjeras comercializadas en España»

Juan-Pedro Gómez López

Documento de trabajo N.º 85 de la CNMV

«Unión de los Mercados de Capitales: estado de la iniciativa y algunas reflexiones sobre su futuro»

Víctor Rodríguez Quejido y Helena Huerta de Fernando

Boletín de la CNMV, 1^{er} semestre 2024

«Análisis comparado de la representatividad, metodología de cálculo y transparencia del Ibex 35»

María José Gómez Yubero y Miguel Palomero Aguilar

Boletín de la CNMV, 1^{er} semestre 2024

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2022

Glosario

AAPP	Administraciones Públicas
ABE	Autoridad Bancaria Europea
AMCESFI	Autoridad Macroprudencial 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	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i> (Comité de supervisión bancaria de Basilea)
BCE	Banco Central Europeo
BdE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
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>
CDS	<i>Credit Default Swap</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
DI	Datos individuales
D-SIB	<i>Domestic Systemically Important Bank</i> (OEIS)
EBA	<i>European Banking Authority</i>
EBITDA	<i>Earnings before interests, depreciation and amortisation</i> (resultado antes de intereses, depreciaciones y amortizaciones)
ECB	<i>European Central Bank</i> (BCE)

ECC	Entidad de contrapartida central
EEMM	Estados miembros
EF	<i>Economic function</i>
EFC	Establecimiento financiero de crédito
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> (Autoridad europea de seguros y pensiones de jubilación)
EISM	Entidad de Importancia Sistémica Mundial
EPA	Encuesta de Población Activa
ESG	<i>Environmental, Social, and Governance</i> (ambiental, social y de gobernanza)
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> (Autoridad europea de valores y mercados)
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i> (JERS)
Eur	Euro
FIA	Fondos de inversión alternativa
FMI	Fondo Monetario Internacional
FP	Fondos propios
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	<i>Financial Stability Board</i> (Consejo de estabilidad financiera)
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	<i>International Monetary Fund</i> (FMI)
INE	Instituto Nacional de Estadística
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
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
PMI	<i>Purchasing Managers' Index</i>
pp	Puntos porcentuales
Pymes	Pequeñas y medianas empresas
RIS	<i>Retail Investment Estrategy</i> (Estrategia de inversión minorista)
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	<i>Single Resolution Board</i> (JUR)
SSM	<i>Single Supervisory Mechanism</i> (MUS)

SyRB	<i>Systemic Risk Buffer (CRS)</i>
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: 6 de septiembre de 2024.

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