

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primavera

2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2021

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno Macroeconómico** 25
 - 1.1.1 Países sistémicos y materiales para la economía y el sistema bancario español 25
 - 1.1.2 España 29
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario** 32
 - 1.2.1 Mercados financieros 32
 - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 35
- 1.3 Los sectores no financieros** 38
 - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 38
 - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 41
 - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 43

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 57
 - 2.1.1 Estructura de balance, vulnerabilidades y riesgos 57
 - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 66
 - 2.1.3 Evolución de los riesgos operacionales de las entidades de depósito 77
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 78
 - 2.2.1 Sector financiero no bancario 78
 - 2.2.2 Interconexiones de los bancos con el sistema financiero no bancario 82

3

RIESGO SISTÉMICO Y RESPUESTA PRUDENCIAL AL COVID-19

- 3.1 **Análisis de indicadores de vulnerabilidades macrofinancieras y su relevancia en el entorno generado por el COVID-19** 101
- 3.2 **Evolución de las medidas prudenciales adoptadas y otras medidas alternativas** 107

Anejos

- 1 **Balance consolidado** 125
- 2 **Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada** 126

Publicaciones del Banco de España 127
Símbolos y abreviaturas 128
Códigos ISO de países 128

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 PIB real España. Nivel 14
- 2 PMI manufacturas y servicios por área geográfica 14
- 3 Prima de riesgo-bonos corporativos grado de inversión-área del euro 15
- 4 Flujos de fondos de inversión 15
- 5 Volumen de crédito nuevo en los últimos 12 meses. Hogares, SNF y empresarios individuales 16
- 6 Previsiones de déficit y deuda públicos del Banco de España 16
- 7 Tenencias de títulos emitidos por AAPP españolas 18
- 8 Descomposición de la variación del resultado de las entidades de depósito españolas 18
- 9 Variación de la probabilidad implícita de *default* de las empresas europeas por sectores tras las dos primeras olas de la pandemia y en la pasada crisis financiera global 19
- 10 Brecha de producción y de crédito-PIB 19
- 1.1 El escenario central de recuperación gradual de la actividad económica global en 2021-2022 se apoya en unas expectativas descendentes para la incidencia de la pandemia y una aplicación adecuada de las políticas económicas 26
- 1.2 Dentro de los países europeos, la pandemia ha afectado de forma particularmente severa al PIB de España, que, bajo el escenario central, recuperaría el nivel previo a la crisis en 2023 30
- 1.3 Los avances médicos contra el COVID-19 han favorecido una revalorización de los activos financieros con riesgo en los últimos meses, si bien se plantean dudas sobre su sostenibilidad en algunos casos 33
- 1.4 Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado y el dólar estadounidense ha dejado de depreciarse desde principios de año 34
- 1.5 Las transacciones de vivienda se han visto impactadas por la evolución de la pandemia, al igual que el crédito nuevo para su compra, mientras los precios han seguido desacelerándose 36
- 1.6 La crisis del COVID-19 ha impactado negativamente en la rentabilidad de las empresas, que han vuelto a aumentar su endeudamiento tras una década de desapalancamiento 39
- 1.7 Aunque los hogares siguen reduciendo su deuda, la caída de las rentas ha elevado ligeramente la ratio agregada de endeudamiento de este sector 40
- 1.8 La pandemia del COVID-19 ha supuesto un deterioro notable de la posición financiera de las AAPP españolas 42
- 1.9 Durante los últimos trimestres, se ha elevado el peso en relación al PIB de la posición deudora neta de inversión internacional de la economía española y de la deuda externa bruta, alcanzando para esta última máximos históricos 44
- 2.1 Las medidas de apoyo han sostenido el flujo de crédito nuevo en 2020, contribuyendo así al crecimiento del *stock* en el año, concentrado en el segundo trimestre 58
- 2.2 Los dudosos moderaron su caída con respecto a otros años, y la ratio de dudosos continuó descendiendo por el crecimiento del crédito, si bien se observan algunas señales tempranas de deterioro 60
- 2.3 El volumen del crédito en el exterior de las principales entidades de depósito españolas se ha visto afectado negativamente por la pandemia de COVID-19, la desinversión parcial en EE.UU. y la apreciación del euro, si bien los programas de apoyo al crédito han contrarrestado en parte estos impactos 62
- 2.4 La mayor emisión de deuda pública para financiar las medidas frente al coronavirus se ha visto reflejada en el crecimiento de las tenencias de la deuda soberana de los bancos europeos 63
- 2.5 La política monetaria del BCE ha generado un exceso de liquidez que se sitúa en máximos históricos, lo que ha contribuido a una relajación de las condiciones financieras 65
- 2.6 La mayor parte de las entidades ha reducido en 2020 su resultado neto respecto al año anterior 68
- 2.7 El impacto de la pandemia sobre la actividad bancaria y las perspectivas económicas ha tenido un efecto muy severo sobre la rentabilidad del sector bancario español 69
- 2.8 Las entidades españolas deberán mantener el esfuerzo de dotaciones para absorber el impacto de la crisis del COVID-19 en la calidad crediticia, cuya magnitud en 2020 ha estado condicionada por la evolución económica y el alcance de las medidas de apoyo 70

- 2.9 El margen de intereses es el principal componente del margen bruto de los bancos europeos, aunque se observa un peso creciente de las comisiones netas como fuente de ingresos, que se ha visto frenada por la crisis del COVID-19 71
- 2.10 El negocio exterior ha aumentado su contribución al resultado ordinario de las entidades de depósito españolas con actividad internacional significativa 72
- 2.11 En 2020, las ratios de capital agregadas del sector bancario español aumentaron pese a la pandemia 74
- 2.12 Mientras que la mayoría de las entidades aumentaron su volumen de CET1 en 2020, las variaciones de APR se dividieron de forma uniforme entre valores positivos y negativos 75
- 2.13 Las entidades de depósito españolas comparan desfavorablemente con el conjunto del sector bancario europeo en 2020 en términos de rentabilidad y ratio CET1 76
- 2.14 Las pérdidas por riesgo operacional se han reducido en los últimos años, aunque se mantiene el número de eventos 77
- 2.15 En el último año, los EFC han mostrado un notable descenso en el crédito concedido, un moderado repunte en la ratio de dudosos y su cuenta de resultados se ha visto fuertemente afectada por la pandemia 79
- 2.16 Después del impacto adverso inicial de la pandemia del COVID-19, el patrimonio y las entradas netas en el capital de los fondos de inversión se han recuperado de forma generalizada 80
- 2.17 Las tenencias comunes en distintos intermediarios financieros de valores con calificaciones en el límite del grado de inversión son importantes para fondos de inversión y de pensiones 84

- 3.1 Las tensiones en el sistema financiero español se han reducido gradualmente hasta alcanzar niveles previos al inicio de la pandemia 102
- 3.2 La brecha crédito-PIB continúa aumentando por encima del umbral de referencia para el CCA, mientras la brecha de producción se mantiene en niveles muy negativos 103
- 3.3 El indicador de riesgo bancario SRISK muestra un deterioro marcado durante la pandemia, al tiempo que otros indicadores, como los del mercado inmobiliario, no muestran aún alertas 106

ÍNDICE DE ESQUEMAS

1	Principales vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad del sistema financiero español	13
---	---	----

ÍNDICE DE CUADROS

3.1	Entidades de importancia sistémica y colchones de capital asociados	107
A.1	Balance consolidado	125
A.2	Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada	126

ÍNDICE DE RECUADROS

- 1.1 La evolución reciente de las primas de riesgo corporativas y de sus determinantes 45
- 1.2 Heterogeneidad en la evolución del endeudamiento bancario de personas físicas y empresas durante la pandemia de COVID-19 47
- 1.3 Medidas de apoyo a la solvencia empresarial 51

- 2.1 Seguimiento de los préstamos con avales ICO 86
- 2.2 Seguimiento de los programas de moratorias sobre préstamos 89
- 2.3 Un primer análisis de la posible introducción de un euro digital 92
- 2.4 Actividad corporativa reciente en el sector bancario español 95

- 3.1 Evaluación del riesgo de crédito en base a información del mercado bursátil 114
- 3.2 Actualización del impacto de la finalización del marco de Basilea III sobre el sector bancario 117
- 3.3 Nuevas herramientas macroprudenciales sobre la actividad de las entidades de crédito en España 120

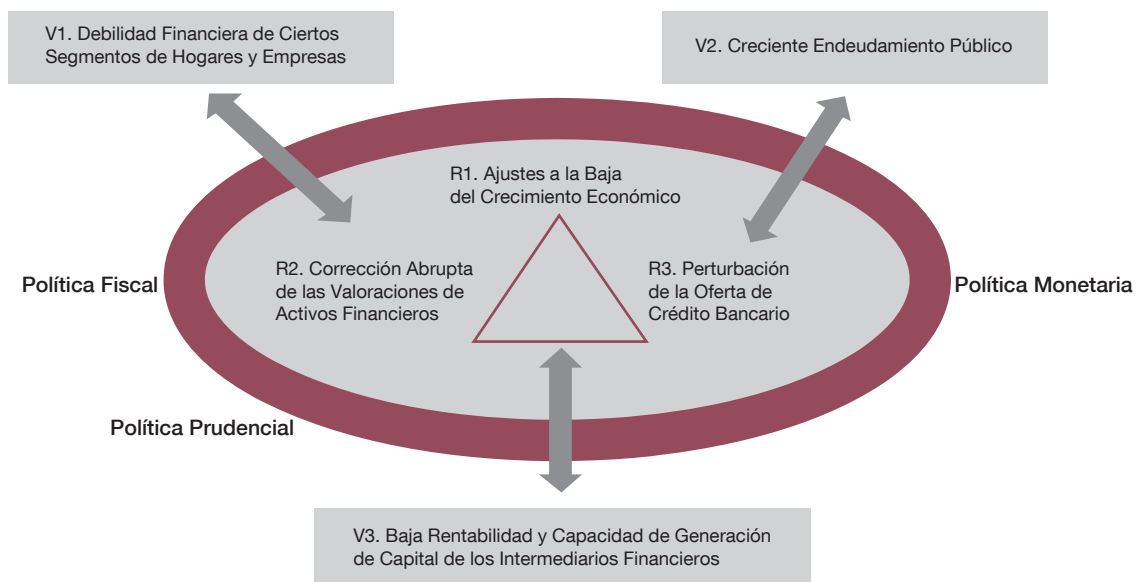
PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Con respecto al último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) publicado el pasado octubre, los avances médicos frente a la pandemia han permitido mejorar las perspectivas de resolución de la crisis sanitaria y, como resultado, las perspectivas económicas. En todo caso, persisten riesgos notables para la estabilidad financiera. En concreto, la crisis económica iniciada con el estallido de la pandemia ha debilitado la situación financiera de ciertos segmentos de hogares y empresas. También ha provocado una reducción de la rentabilidad y de la capacidad de generación de capital de los intermediarios financieros, en particular, del sector bancario. Por su parte, la reacción mitigadora de las autoridades, sin la cual la recesión hubiera sido más profunda y duradera, ha aumentado de manera significativa el endeudamiento público. Como consecuencia de estos desarrollos, ha aumentado la vulnerabilidad de la economía española ante la posible materialización de los distintos riesgos que se perciben. Entre estos destacan, por su importancia, los derivados de una potencial evolución menos positiva de la actividad económica, cuyas perspectivas se ven todavía sujetas a las incertidumbres derivadas de la evolución de la pandemia. Adicionalmente, la evolución reciente de los mercados financieros añade la posibilidad

Esquema 1

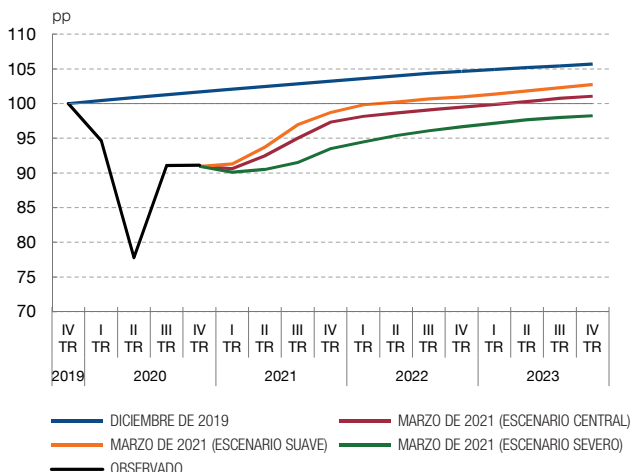
PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (a)



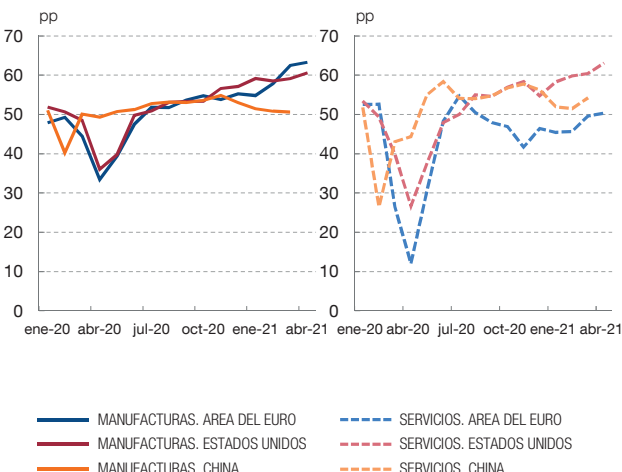
FUENTE: Banco de España.

a En este IEF, las vulnerabilidades (V) se definen como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos (R) para la estabilidad financiera. Estos a su vez se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real. Ambos conceptos están interrelacionados entre sí, ya que la materialización de riesgos puede alterar el nivel de vulnerabilidades existentes. Los efectos mitigadores de las distintas políticas económicas (fiscal, monetaria, prudencial) mejoran las condiciones económicas y financieras, y reducen la probabilidad y el impacto esperado de la materialización de riesgos.

1 PIB REAL ESPAÑA. NIVEL (a)
(IV TR 2019 = 100)



2 PMI MANUFACTURAS Y SERVICIOS POR ÁREA GEOGRÁFICA



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Se proyecta un escenario central para la economía española y dos escenarios alternativos (suave y severo), que difieren en los supuestos sobre la evolución de la pandemia y las consecuencias a medio plazo de la misma. Para más información véase *Proyecciones Macroeconómicas 2021-2023*, de marzo de 2021.

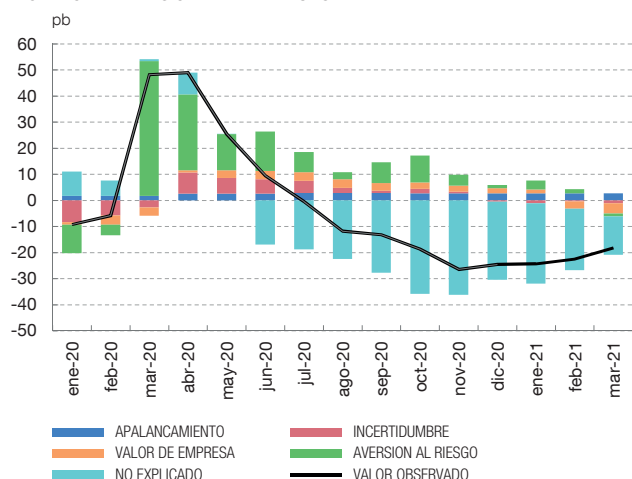
de correcciones bruscas en los precios de los activos financieros y de perturbaciones adversas en la oferta de crédito bancario (véase Esquema 1). La materialización de estos riesgos podría dificultar la intermediación financiera y lastrar la actividad real, más allá de los efectos de la pandemia.

A continuación, se describen brevemente los principales riesgos para la estabilidad financiera percibidos en este momento y su interacción con las vulnerabilidades identificadas de la economía española.

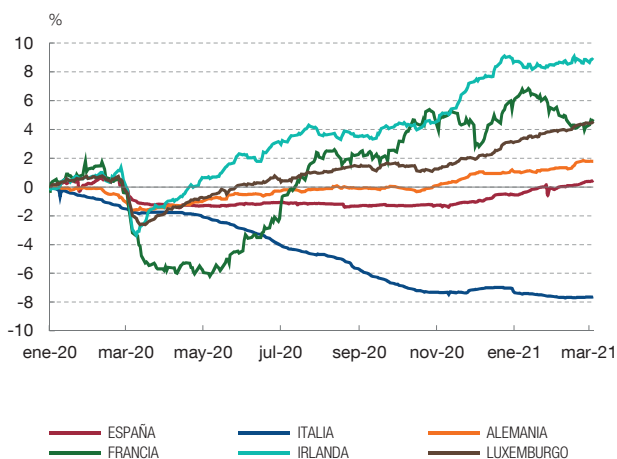
Los principales riesgos identificados son:

- **R1. Se mantienen riesgos a la baja en las perspectivas de crecimiento económico.** La aprobación por las autoridades sanitarias de vacunas contra el coronavirus SARS-CoV-2 y el progreso de su aplicación han reducido la probabilidad de los escenarios más desfavorables a medio plazo. Sin embargo, la evolución de los dos últimos trimestres se ha visto lastrada por la necesidad de adoptar nuevas medidas de contención. Bajo el supuesto de que la progresiva administración de las vacunas permita una retirada gradual de las medidas de contención, hasta su desaparición prácticamente plena a finales de 2021, el crecimiento de la economía española se aceleraría en la segunda mitad del año y se mantendría robusto en 2022. En todo caso, no puede descartarse una evolución más negativa de la pandemia, que generaría una mayor persistencia de sus efectos económicos negativos, en términos de destrucción del tejido productivo, incremento del desempleo y, por tanto, deterioro de las rentas y de la capacidad de pago de las deudas de hogares y empresas, y

3 DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)
GRADO DE INVERSIÓN. ÁREA DEL EURO



4 FLUJOS DE FONDOS DE INVERSIÓN (b)



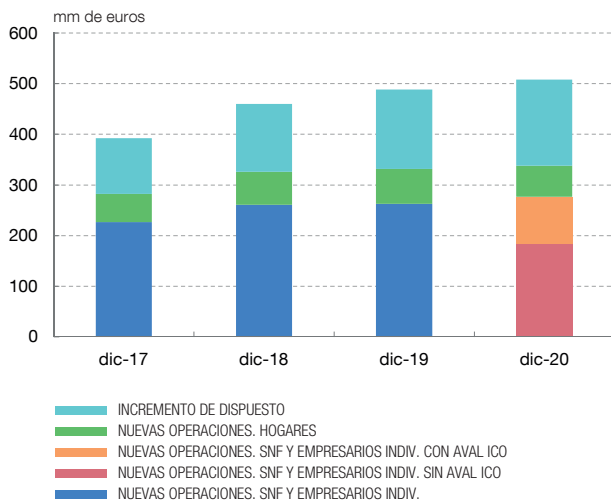
FUENTES: Datastream y Refinitiv.

- a La descomposición está basada en una media ponderada de distintos modelos de valoración de bonos corporativos. La aversión al riesgo es el primer componente de VIX y VSTOXX. El factor no explicado es la diferencia entre el valor observado y el valor predicho por el modelo de bonos corporativos. El valor observado de las primas de riesgo y las descomposiciones están calculadas en desviaciones sobre la media histórica del período noviembre 2001 a marzo 2021.
- b Cambio acumulado en las entradas o salidas netas de capital de fondos de inversión, en porcentaje y en relación con el patrimonio de los fondos de cada país el 15 de enero de 2020, a partir de una muestra representativa de fondos domiciliados en países de la zona euro.

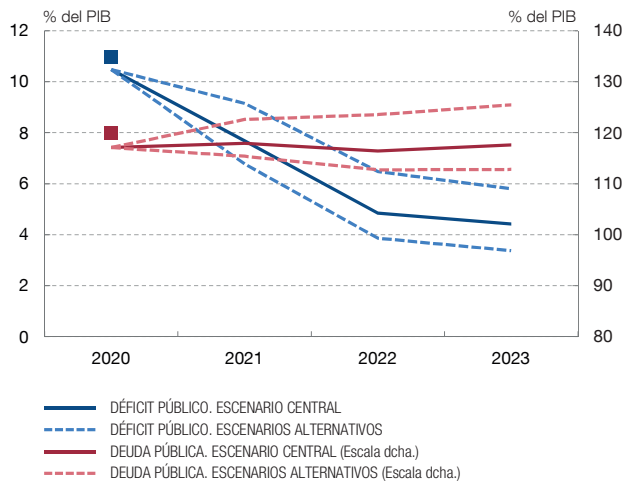
consiguiente aumento de la morosidad. La materialización de estos desarrollos adversos llevaría a una menor fortaleza de la recuperación económica con respecto a la contemplada en los escenarios centrales de previsión (véase gráfico 1) y, previsiblemente, a una mayor heterogeneidad de la misma, en términos geográficos, sectoriales y por grupos poblacionales (véase gráfico 2).

- **R2. La evolución reciente de los mercados financieros a escala internacional no permite descartar una corrección de las valoraciones de los activos financieros.** El precio de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales se ha visto impulsado por la menor aversión al riesgo y las mejores expectativas de crecimiento, a pesar de la incertidumbre sobre la evolución económica y la debilidad de la situación financiera de ciertos agentes. Para determinadas geografías y clases de activos se observan niveles de precios que resultan más elevados de los que se derivarían de la relación empírica histórica con sus determinantes fundamentales (véase gráfico 3). Entre los posibles detonantes de una potencial corrección abrupta de estas sobrevaloraciones, destaca el papel de los tipos de interés a largo plazo, que han aumentado ya en los últimos meses, en particular, en Estados Unidos, y podrían verse sometidos a presiones adicionales al alza, en particular si se produjesen nuevos incrementos en las expectativas de inflación en ese país que se trasladasen a otras áreas económicas. Una revisión a la baja de las expectativas de los inversores sobre la evolución económica futura, sobre la capacidad de

5 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES. HOGARES, SNF Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES



6 PREVISIONES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICOS DEL BANCO DE ESPAÑA (a) (b)



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Banco de España.

- a Las estimaciones de deuda y déficits públicos para 2020 y 2021-2023 no incluyen la asunción por la Administración Pública de la deuda de la SAREB, hecho conocido con posterioridad a la elaboración de las previsiones.
- b Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas el 23 de marzo de 2021. Los cuadrados de 2020 corresponden al dato publicado por la IGAE seis días después.

repago de deuda del sector corporativo o sobre la duración de los programas de apoyo público, podrían igualmente traducirse en correcciones en las valoraciones de los activos. La presencia de estrechas interconexiones entre los mercados financieros, así como entre distintos tipos de intermediarios, facilita, además, que una corrección inicial en aquellos mercados con mayores signos de sobrevaloración se traslade a otros, por lo que el impacto global podría ser elevado y generalizado, afectando a los distintos tipos de intermediarios financieros (véase gráfico 4).

— **R3. Posibles perturbaciones adversas en la oferta de crédito bancario.**

El sector bancario ha proporcionado financiación abundante durante la crisis (véase gráfico 5), en un contexto en el que las necesidades de liquidez de hogares y empresas aumentaron de manera significativa como consecuencia de la disminución de sus ingresos. La oferta de crédito bancario se ha visto favorecida por las múltiples medidas de apoyo adoptadas por las políticas monetaria, regulatoria y fiscal. De cara al futuro, los efectos negativos de la posible materialización de los riesgos a la baja mencionados sobre la actividad económica y del deterioro de la calidad crediticia de hogares y empresas, podrían amplificarse a través de una contracción de la oferta de crédito, en particular en un contexto en el que existen dudas sobre los incentivos para el uso por parte de las entidades financieras de los colchones de capital disponibles.

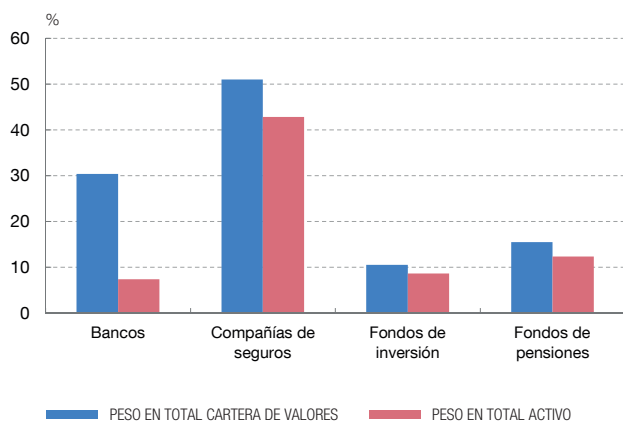
En cuanto a las principales vulnerabilidades de la economía española, destacan:

- **V1. Debilidad de la situación financiera de ciertos segmentos de hogares y empresas.** La persistencia de la pandemia sigue generando efectos negativos sobre los ingresos de las empresas, especialmente en las actividades más afectadas por la crisis, que, en un contexto en que se ha producido un incremento del endeudamiento empresarial en los últimos trimestres, pone en riesgo la viabilidad de algunas, limita sus planes de inversión y empleo, y las expone a un empeoramiento de las condiciones de financiación. En el caso de los hogares, el aumento de la tasa de ahorro y la reducción del volumen de crédito a nivel agregado, oculta la existencia de segmentos que han visto incrementar de manera significativa su grado de fragilidad financiera. La materialización de los riesgos mencionados previamente generaría una nueva reducción de la capacidad de repago de las deudas de hogares y empresas, que aumentaría la morosidad del crédito y provocaría un deterioro adicional de la situación patrimonial del sector bancario.

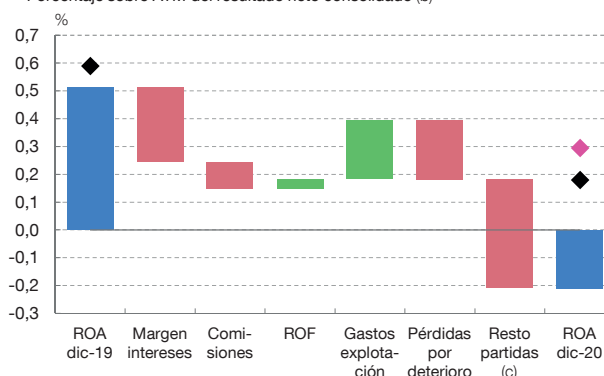
- **V2. Incremento significativo del endeudamiento de las Administraciones Públicas.** El deterioro económico derivado de la crisis sanitaria junto con la aplicación de las medidas de apoyo público para mitigar su impacto han tenido como contrapartida un aumento sustancial del déficit y deuda públicos en 2020 (véase gráfico 6). La acción del Banco Central Europeo durante la crisis, que ha incluido un nuevo programa pandémico de compras de activos, en particular de deuda pública, ha permitido mantener hasta el momento unas condiciones de financiación muy favorables para el sector público. Sin embargo, el incremento del endeudamiento junto con el elevado déficit público estructural ha aumentado la vulnerabilidad de la economía española ante posibles cambios en las condiciones de financiación y en el sentimiento de los inversores, que podrían trasladarse al resto de los agentes económicos (véase gráfico 7).

- **V3. Baja rentabilidad y capacidad de generación de capital de las entidades bancarias.** La crisis económica derivada de la pandemia ha presionado negativamente la rentabilidad de los intermediarios financieros, particularmente a través de las necesidades de dotaciones de provisiones, menor margen de intereses y deterioro de activos intangibles (véase gráfico 8). Hasta la fecha, el impacto puede considerarse contenido, dada la magnitud de la perturbación sobre la actividad económica, como consecuencia de las importantes medidas de política económica adoptadas. De hecho, la ratio de morosidad se ha mantenido estable y los niveles de capital han aumentado en el último año. Sin embargo, la materialización de los riesgos mencionados presionaría adicionalmente al alza el riesgo de crédito, y aumentaría la morosidad y los efectos negativos

7 TENENCIAS DE TÍTULOS EMITIDOS POR LAS AAPP ESPAÑOLAS. IV TR 2020 (a)



8 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (b)



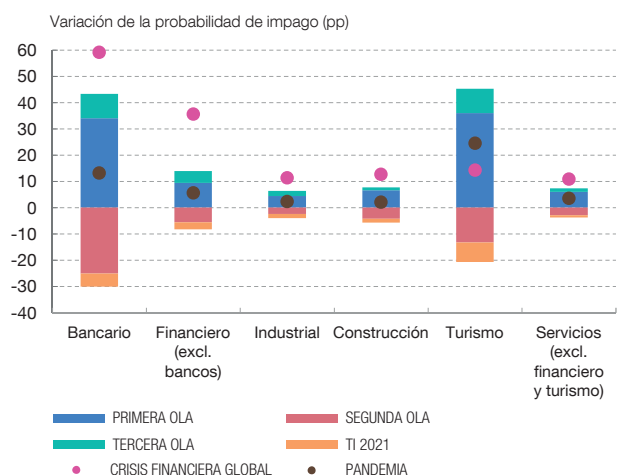
FUENTES: Securities Holding Statistics by Sector y Banco de España.

- a Se muestran las tenencias de bonos del Estado según su valor de mercado a finales del III TR 2020. La información corresponde a los sectores financieros residentes, a nivel no consolidado.
- b 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 2020 respecto a diciembre de 2019. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo tanto los ajustes del fondo de comercio registrados en 2019 (-2,8 mm de euros) y 2020 (-12,2 mm de euros) como el ajuste por activos fiscales diferidos de 2020 (-2,5 mm de euros). Por su parte, el rombo rosa muestra el ROA en 2020 excluyendo, además de los ajustes ya mencionados, el deterioro del valor por la reclasificación contable de una entidad significativa (-5,6 mm de euros) y los resultados extraordinarios positivos de 2020 (1,2 mm de euros).
- c Incluye los ajustes del fondo de comercio y otros ajustes extraordinarios.

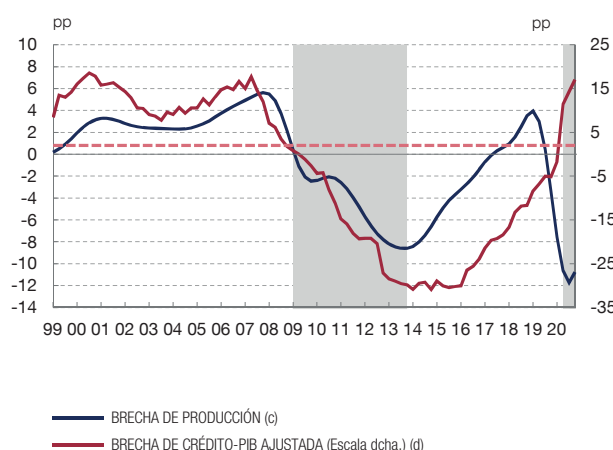
sobre la rentabilidad del sector bancario (véase gráfico 9). Todo ello en un contexto en que esta rentabilidad era ya reducida antes de la crisis, como resultado de distintos factores, que incluyen la existencia de un cierto exceso de capacidad instalada, a pesar de la reducción significativa en los últimos años; el saneamiento de balances, igualmente avanzado, pero todavía relevante para algunas entidades y activos; y los desafíos de un entorno de tipos de interés bajos (alcanzando niveles negativos), que puede dificultar la generación de margen de intereses. A estos retos se les unen los derivados de la adaptación al proceso de digitalización y la aparición de nuevos competidores.

Las políticas económicas (monetaria y fiscal) se presentan como el principal factor mitigante de los riesgos identificados, y deberán mantener un tono suficientemente expansivo hasta que la recuperación sea sólida. Para evitar un agravamiento de las vulnerabilidades que afectan a la estabilidad financiera, parece fundamental que la política económica se adapte adecuadamente a la evolución de la situación sanitaria y económica (véase gráfico 10), y a la desigual persistencia de los daños al tejido productivo en los distintos sectores y grupos poblacionales. Para ello, es necesario contar con una amplia batería de instrumentos que permitan una adaptación flexible a los diferentes ritmos de recuperación de la actividad en distintos sectores, así como a su perspectiva de viabilidad futura. Una retirada prematura de los apoyos podría agravar las vulnerabilidades de la economía y los riesgos para la estabilidad financiera.

9 VARIACIÓN DE LA PROBABILIDAD IMPLÍCITA DE *DEFAULT* DE LAS EMPRESAS EUROPEAS POR SECTORES DESDE EL ESTALLIDO DE LA PANDEMIA Y EN LA PASADA CRISIS FINANCIERA GLOBAL (a)



10 BRECHA DE PRODUCCIÓN Y DE CRÉDITO-PIB (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico representa el cambio en la probabilidad de impago agregada por sector en puntos porcentuales, tras ponderar la probabilidad de cada empresa por su valor de mercado dentro del correspondiente sector. El punto marrón representa la variación entre el valor medio antes de la pandemia (enero-febrero de 2020) y el valor alcanzado al cierre del primer trimestre de 2021. Las barras apiladas representan el cambio atribuible a la primera ola de la pandemia (marzo-mayo de 2020), al período entre ésta y la segunda ola (junio-noviembre 2020), al período de la tercera ola (diciembre 2020-enero 2021), y al período de T1 2021 posterior a la tercera ola (febrero-marzo 2021). El punto rosa representa la variación máxima alcanzada en 2008-2009 respecto a la media de los años 2006-2007.
- b Las franjas verticales sombreadas representan el período de la última crisis financiera en España (I TR 2009-IV TR 2013) y la crisis desatada por la pandemia a partir del II TR 2020. Los datos a diciembre de 2020 son provisionales. La línea horizontal roja punteada representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2pp para la brecha crédito-PIB.
- c 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, P. y Moral-Benito, E. (2016). *El crecimiento potencial de la economía española*. Documento Ocasional N.º 1603, Banco de España.
- d La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor se ajusta mejor a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase Galán, J.E. (2019). *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*. Documento Ocasional N.º.1906, Banco de España.

En el contexto actual, la política económica tiene que poner un foco especial en apoyar aquellas empresas viables, pero que se enfrentan a dificultades financieras, y a los grupos poblacionales más afectados. En línea con este objetivo, recientemente se han adoptado distintas medidas que incluyen, entre otras, la extensión de los plazos y período de carencia de los programas de avales, y ayudas directas para compensar la caída de facturación de empresas y autónomos en los sectores y geografías más afectados y para la recapitalización de empresas. La efectividad de estos programas dependerá de una ejecución rápida y homogénea, y de que los mecanismos de reparto permitan focalizar selectivamente las ayudas precisamente en las empresas viables pero con problemas de solvencia. También es necesaria la flexibilidad en el volumen y uso de fondos comprometidos, para adaptarse a la propia evolución de la pandemia y a la eventual materialización de los riesgos.

En paralelo, se hace también urgente la ejecución de un programa de reformas estructurales ambicioso que mejore el crecimiento potencial de la economía y el diseño de un plan de consolidación fiscal para su ejecución gradual cuando la recuperación sea sólida. Los fondos del programa europeo Next Generation EU

(NGEU) pueden ser particularmente importantes para estos objetivos y para mitigar los riesgos identificados en este informe, siempre que se diseñen priorizando los proyectos con capacidad de incrementar el crecimiento potencial de la economía.

En el ámbito supervisor y regulador del sector bancario, la prioridad debe seguir siendo la identificación y mitigación de los riesgos derivados de la crisis. En este sentido, las autoridades supervisoras hemos seguido subrayando que el uso de los colchones de capital por parte de las entidades es adecuado para reconocer el deterioro del crédito y seguir proporcionando crédito solvente a familias y empresas. Las entidades tendrán tiempo suficiente para volver a cumplir con los requerimientos de capital y el inicio del proceso de reconstitución nunca se hará antes de que los principales efectos de la pandemia se hayan disipado. En paralelo, dada la incertidumbre que todavía persiste, que el impacto de la pandemia no se ha manifestado plenamente en los balances de las entidades y que estas siguen beneficiándose de diversas medidas de respaldo público, les hemos recomendado que actúen con extrema prudencia en las políticas de distribución de dividendos. Asimismo, las entidades deben mantener una política de anticipación del reconocimiento de deterioros, garantizando que este sea adecuado y oportuno, como establecen las guías supervisoras. Por último, a mediados de año se publicarán los resultados de unos nuevos *stress test* supervisores que ayudarán a calibrar el grado de resistencia del sector ante eventuales escenarios macroeconómicos adversos.

En paralelo, los supervisores y reguladores debemos asegurarnos de que la resistencia del sector financiero se mantiene respecto a los nuevos riesgos que emerjan. En este sentido, hay que recordar que queda pendiente la implementación plena y a tiempo de la finalización de las reformas globales de Basilea III, para la que todos los miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, incluidos los europeos, se han comprometido. En cuanto a los nuevos riesgos, destaca la necesidad de afrontar los derivados de la mayor importancia a escala global de la intermediación no bancaria, que está siendo analizada por el Comité de Estabilidad Financiera. Asimismo, destacan los relativos al impacto de la digitalización y del cambio climático. En el caso de estos últimos, una intervención política temprana y decidida puede facilitar una transición energética ordenada y predecible, mitigando los riesgos físicos y de transición con un elevado impacto en la estabilidad financiera. Los supervisores hemos de asegurarnos de que las entidades valoran correctamente estos riesgos y los incorporan en su gestión. Finalmente, hay que recordar que el Banco de España presentó en febrero de este año a consulta pública un proyecto de modificación de la Circular 2/2016, sobre supervisión y solvencia de entidades de crédito, con el objeto de operacionalizar los nuevos instrumentos macroprudenciales recientemente conferidos en la legislación nacional. Estos permitirán al Banco de España establecer un requerimiento de colchón de capital anticíclico en sectores específicos, límites a la concentración sectorial del crédito en relación al capital bancario y requisitos a los criterios de concesión de crédito (e. g. tamaño de préstamo sobre valor de las garantías).

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

El primer capítulo del IEF analiza el entorno macrofinanciero en que se ha desarrollado, en el periodo más reciente, la economía en España y la de los países con los que existe una mayor relación comercial y financiera, poniendo de manifiesto los riesgos más relevantes. En parte, estos siguen estando ligados a la evolución de la pandemia, a pesar de que la distribución de las vacunas ha reducido la probabilidad de los escenarios más desfavorables a medio plazo. No obstante, la prolongación de la pandemia en los trimestres más inmediatos a esta publicación está aumentando la probabilidad de efectos más persistentes sobre la capacidad financiera de hogares y empresas y sobre el propio tejido productivo. En este contexto, la adecuación de la respuesta de la política económica se configura como el principal elemento mitigante. En los mercados financieros, los precios de los activos con riesgo se han elevado durante los últimos meses, favorecidos por la mejora en las perspectivas macroeconómicas tras la aparición de vacunas eficaces contra el coronavirus. Sin embargo, la elevada valoración de algunos activos ha generado algunas dudas sobre su sostenibilidad, especialmente si se materializaran escenarios macrofinancieros menos favorables. En el mercado inmobiliario residencial, la actividad de compraventa ha descendido notablemente con respecto a 2019, mientras que los precios han seguido mostrando una cierta resistencia a la baja. Por último, se destaca la mayor vulnerabilidad generada por el deterioro de la posición financiera de los distintos sectores no financieros como consecuencia de la crisis, particularmente en el caso de las AAPP, mientras que, por lo que respecta a los sectores privados (hogares y empresas), el empeoramiento se ha concentrado en algunos segmentos específicos.

1.1 Entorno Macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y materiales para la economía y el sistema bancario español

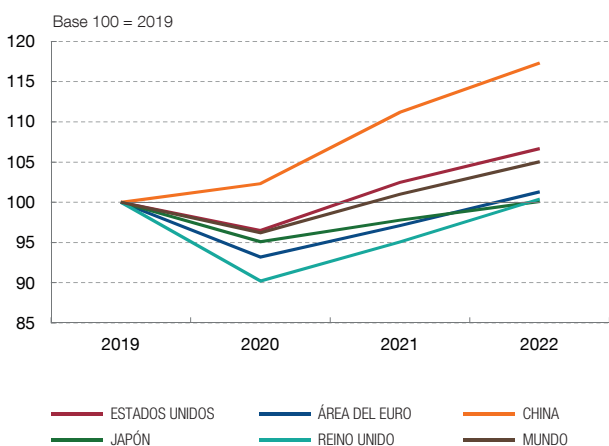
La actividad económica mundial repuntó en la segunda mitad de 2020, pero se ha visto afectada negativamente por el recrudecimiento de la pandemia desde finales de año pasado. Tras el brusco desplome en la primera mitad de 2020, la actividad global repuntó con fuerza en el tercer trimestre, gracias a la relajación de las medidas de contención y los apoyos de las políticas económicas. Sin embargo, la recuperación perdió dinamismo desde finales del año 2020 ante el recrudecimiento de la pandemia y la reimposición de restricciones. El impacto de la pandemia ha sido heterogéneo por regiones, por la diferente evolución de la pandemia y las medidas de contención tomadas, el grado de exposición a sectores especialmente afectados,

Gráfico 1.1

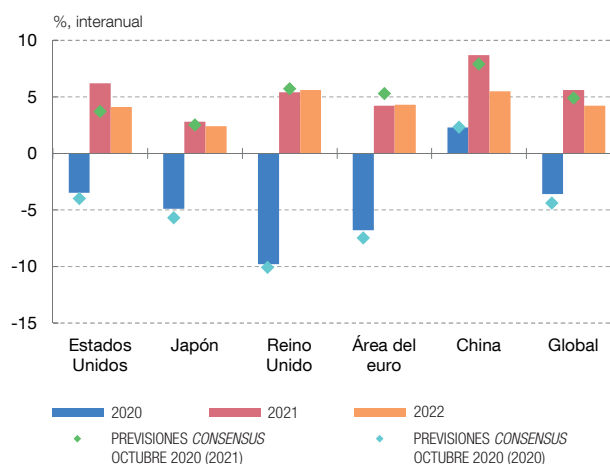
EL ESCENARIO CENTRAL DE RECUPERACIÓN GRADUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA GLOBAL EN 2021-2022 SE APOYA EN UNAS EXPECTATIVAS DESCENDENTES PARA LA INCIDENCIA DE LA PANDEMIA Y UNA APLICACIÓN ADECUADA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

El impacto de la pandemia ha sido heterogéneo por regiones, en función de la evolución sanitaria, de la exposición a los sectores más afectados, principalmente en la rama de servicios, y de las medidas de apoyo de las políticas económicas. El desarrollo de vacunas eficaces ha supuesto una mejora de las perspectivas, aunque la expansión de variantes del virus supone un riesgo a la baja. Los mercados financieros emergentes mostraron una recuperación en los meses más recientes, reflejada también en la evolución de los tipos de cambio, que se moderó a partir de mediados de febrero.

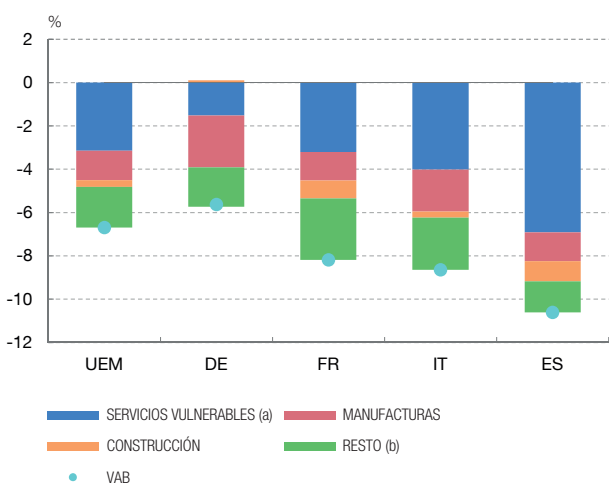
1 EVOLUCIÓN DEL PIB PARA LAS PRINCIPALES ÁREAS (2019-2022)
Consensus Forecast Febrero 2021



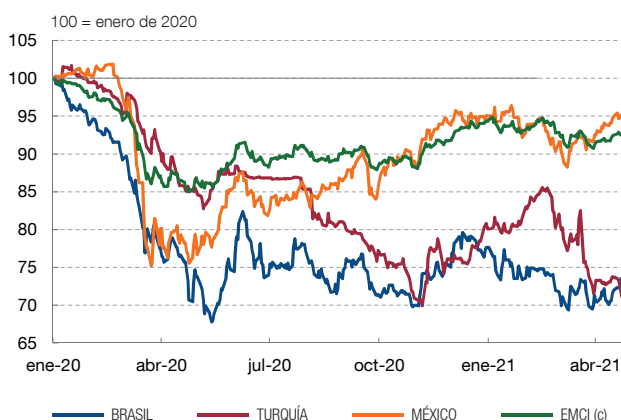
2 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (2020-2022)
Consensus Forecast Febrero 2021



3 UEM. VAB Y CONTRIBUCIONES
Variación 2020



4 ECONOMÍAS EMERGENTES: TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTES: Consensus Forecast, estadísticas nacionales, Reuters y Eurostat.

- a Los servicios vulnerables incluyen aquellos más expuestos a las medidas de contención (22,4 % del total VAB de UEM): comercio, transporte y hostelería (G-I) y Act. Artísticas, ocio y otros servicios (R-U).
- b Resto = primario (A); energía; servicios no de mercado (O-Q); otros servicios de mercado (comunicaciones; act. financieras y seguros y activ. inmobiliarias y actividades profesionales, científica y auxiliares).
- c Índice agregado de tipo de cambio de economías emergentes frente al dólar. Una caída indica una depreciación.

y las políticas económicas aplicadas. En 2020, el PIB mundial se redujo un 3,3 %, con notables diferencias regionales (véanse gráficos 1.1.1 y 1.1.2). Dentro de las economías avanzadas, el PIB del área del euro retrocedió un 6,7 %, con un impacto especialmente

severo en el sector servicios¹ (véase gráfico 1.1.3), destacando la caída en España de un 10,8 %, mientras que en Alemania el PIB cayó un 5,3 %. En Estados Unidos la caída fue del 3,5 %, en Japón del 4,9 % y en el Reino Unido del 9,8 %. Entre las economías emergentes, los efectos más adversos se registraron en América Latina, donde el PIB cayó en promedio un 7 %. En cambio, en China, la primera economía afectada por la pandemia, la actividad creció un 2,3 %.

La disponibilidad de vacunas ha mejorado las perspectivas económicas, aunque persiste cierta incertidumbre sobre la evolución de la situación sanitaria y sobre la intensidad de la recuperación. Tras el débil comienzo de 2021 por el repunte de la pandemia, se espera que la recuperación se acelere en la segunda mitad del año, conforme se reactiven los sectores que requieren mayor interacción social con el avance de la vacunación. A ello, se unirían estímulos adicionales de las políticas económicas, como la extensión de las medidas de apoyo a hogares y empresas en la mayor parte de los países del área del euro o en Estados Unidos². En el caso europeo, los planes para utilizar los fondos del programa NGEU, aún por concretar, impulsarán la economía en mayor medida si se dedican a inversiones de alto valor añadido y se complementan con reformas que aumenten el crecimiento potencial. El consenso de analistas espera que la economía mundial crezca a una tasa próxima al 6 % en 2021 y por encima del 4 % en 2022 (véase gráfico 1.1.2). En el caso del área del euro, esas cifras, que están en línea con las del ejercicio de previsiones del BCE de marzo, prevén un avance del PIB cercano al 4 % para cada uno de los dos años, lo cual retrasaría alcanzar el nivel de actividad pre-pandemia al segundo semestre de 2022.

Los riesgos para la economía mundial siguen estando asociados a corto plazo a la pandemia y, en particular, al avance en el proceso de vacunación. De cara a futuro, persisten los posibles problemas de solvencia de las empresas no financieras que se revelen tras la crisis. Los riesgos a la baja se centran, por un lado, en la expansión de nuevas variantes del virus más resistentes o en un retraso en la vacunación, lo que llevaría asociado nuevas medidas de distanciamiento social. Adicionalmente, un apoyo insuficiente de las políticas económicas o su retirada prematura podría traducirse en problemas de solvencia empresarial. Del mismo modo, los posibles efectos *spillover* de un aumento de los tipos de interés de largo plazo en Estados Unidos, en el contexto del impacto sobre la actividad y la inflación de la expansión fiscal en ese país, podrían llevar a un endurecimiento de las condiciones financieras en otras áreas económicas que se encuentren en una diferente posición cíclica. Por último, el elevado endeudamiento público y privado podría frenar el gasto y lastrar el proceso de recuperación. En el lado positivo, las

1 Véase Gómez, A.L. y A. Río, (2021) «El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020», Banco de España, Documento Ocasional de próxima publicación.

2 Véase el recuadro 3 del Informe Trimestral de la Economía Española de marzo de 2021 «Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos».

perspectivas pueden mejorar si se produce una evolución más favorable de la vacunación. Por otra parte, la posibilidad de un *brexit* sin acuerdo, que era uno de los riesgos que se identificaba en el anterior IEF, se ha disipado con el pacto alcanzado con el Reino Unido para su salida de la UE.

Las principales economías emergentes con presencia bancaria española significativa³ también mostraron una recuperación en el segundo semestre de 2020 que se ha moderado a principios de 2021. En general, los mercados emergentes recuperaron gran parte de las pérdidas registradas desde marzo de 2020 y las entradas de capital aumentaron a partir de noviembre, llegando a compensar, en algunos segmentos y regiones, las salidas registradas en los primeros meses del año 2020. No obstante, en varios de estos países se ha producido un alza reciente de los tipos de interés a largo plazo, como resultado del aumento de los mismos en las economías avanzadas, y una depreciación de sus monedas. Existe el riesgo de que sus condiciones financieras y los flujos de capital hacia las economías emergentes se vean afectados adversamente si esas tendencias continúan en el futuro. En este sentido, los principales países emergentes con exposición de los bancos españoles se ven afectados tanto por los riesgos propios de la pandemia como por los relacionados con sus desequilibrios macrofinancieros:

- En México, el PIB se redujo un 8,5 % en 2020, más que el promedio de América Latina, en parte por un menor estímulo fiscal⁴, mayor exposición al turismo y por la brusca caída del sector manufacturero estadounidense en el inicio de la pandemia⁵. La economía mexicana está expuesta también al posible endurecimiento de las condiciones financieras globales, y a factores locales como la incertidumbre generada por las propuestas de reforma del sector energético⁶ y de la Ley del Banco de México⁷, que podrían reducir la confianza de los inversores y la calificación crediticia del país, aún afectada negativamente por la situación de PEMEX. En el lado positivo, la economía mexicana podría ser una de las más favorecidas por el estímulo fiscal en Estados Unidos, por los canales comercial y de remesas.

3 El Banco de España realiza anualmente un ejercicio de identificación de los países de fuera de la UE/EEE (terceros países) que tienen relevancia material para el sistema bancario español, atendiendo para ello al volumen y peso de las exposiciones internacionales del sistema bancario español. Este ejercicio se realiza en línea con las orientaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). En 2020, se identificaron seis países emergentes dentro de esta categoría: México, Brasil, Turquía, Chile, Perú y Colombia.

4 Véase el seguimiento de las políticas de apoyo por parte del FMI: *Policy Responses to COVID 19*.

5 Véase Banco de España (2020), *Informe Semestral de Economía Latinoamericana del Banco de España*. Primer Semestre de 2020, para una descripción de los canales de transmisión de la pandemia a la región.

6 El 1 de febrero de 2021, el gobierno mexicano presentó una iniciativa de reforma a la Ley de la Industria Eléctrica, que pretende modificar el orden de canalización de la electricidad en la red nacional, para favorecer la empresa eléctrica del estado (Comisión Nacional de Electricidad), en detrimento del sector privado. Dicha reforma podría entrar en conflicto con lo acordado en el tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá (USMCA).

7 El Senado mexicano aprobó en diciembre de 2020 un proyecto para modificar la ley del Banco de México que obligaría a la entidad a comprar divisas que los bancos comerciales no pueden ingresar al sistema financiero. El banco central, por su parte, ha señalado que dicha reforma pondría en riesgo su reputación e independencia.

- En Brasil, en cambio, el PIB cayó más moderadamente, un 4,1 %, por las menores restricciones a la movilidad y los cuantiosos apoyos monetarios y, especialmente, fiscales. Las perspectivas para 2021, sin embargo, son menos halagüeñas, pues buena parte de los programas de apoyo al crédito y los estímulos fiscales, especialmente las transferencias a hogares, han expirado⁸ y ha comenzado un endurecimiento monetario, que se descuenta que perdure hasta 2022. El peor comportamiento relativo del real brasileño refleja, además, las continuas tensiones políticas respecto a las reformas y el ajuste fiscal necesario para afrontar el elevado endeudamiento público (véase gráfico 1.1.4).
- Por su parte, Turquía fue de los pocos países con un crecimiento del PIB en 2020 (1,8 %), gracias, en parte, a las medidas de apoyo, especialmente al crédito. No obstante, esos estímulos exacerbaron sus desequilibrios macrofinancieros, como la elevada inflación y su dependencia de la financiación exterior, lo que se reflejó en la depreciación de la lira y la reducción de las reservas, y redundó en una elevada vulnerabilidad a un endurecimiento de las condiciones financieras globales. En ese contexto, el banco central de Turquía giró hacia una política monetaria más restrictiva (véase gráfico 1.1.4), con el fin de contener la inflación y las presiones depreciatorias⁹. Más recientemente, la destitución de la persona responsable del banco central ocasionó una fuerte depreciación adicional de la lira y la salida de capitales, que se han traducido en importantes turbulencias financieras.

1.1.2 España

Como en el resto del mundo, la evolución de la economía española desde la primavera de 2020 ha estado completamente condicionada por el COVID-19.

El PIB de nuestro país registró una tasa media anual del -10,8 % en 2020, la mayor caída de su historia reciente, con un impacto concentrado en el primer semestre del año y una incipiente recuperación a partir del tercer trimestre (véase gráfico 1.2). El consumo y la inversión privados se han visto, en este periodo, fuertemente lastrados por la caída de las rentas, el aumento de la incertidumbre y las restricciones para contener la pandemia. Los flujos de comercio exterior han mostrado también descensos muy pronunciados, resultando en una contribución neta negativa del saldo exterior al crecimiento del PIB en términos reales. En particular, el descenso de las exportaciones de turismo está siendo especialmente severo, al verse muy afectado por las restricciones a la movilidad internacional de las personas.

⁸ El gobierno brasileño no reimplantó las transferencias a hogares que expiraron a finales de 2020 (4,4 % del PIB), y las substituyó por un programa de apoyo de rentas de una cuantía muy inferior (0,6 % del PIB).

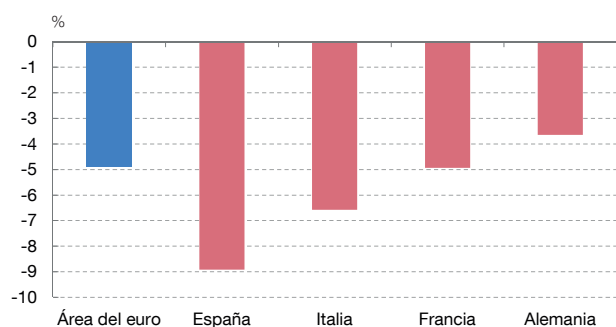
⁹ Además, el banco central y la agencia supervisora bancaria turca comenzaron a revertir las medidas de estímulo a la concesión de crédito.

Gráfico 1.2

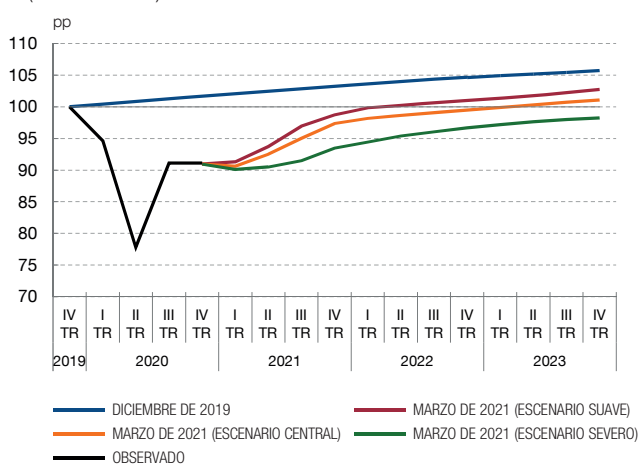
DENTRO DE LOS PAÍSES EUROPEOS, LA PANDEMIA HA AFECTADO DE FORMA PARTICULARMENTE SEVERA AL PIB DE ESPAÑA, QUE, BAJO EL ESCENARIO CENTRAL, RECUPERARÍA EL NIVEL PREVIO A LA CRISIS EN 2023

El PIB de España registró un descenso anual del 10,8 % en 2020, la mayor caída de su historia reciente y superior a la de otros países europeos comparables. Este impacto estuvo concentrado en el primer semestre del año, con una incipiente recuperación a partir del tercer trimestre, que ha sido sin embargo incompleta. De esta forma, la actividad económica en España se situó en el último trimestre del año sensiblemente por debajo del nivel previo a la pandemia (-8,9 %). Bajo el escenario central de proyección y con una desaparición progresiva de los efectos económicos negativos de la pandemia, se recuperaría el nivel de PIB previo a la irrupción de la crisis en la segunda mitad de 2023. La incertidumbre sobre la evolución exacta de las condiciones sanitarias y el grado de permanencia de los impactos económicos en 2020, lleva a considerar escenarios adicionales que generan un intervalo de posibles sendas del PIB en torno a la proyección central.

1 PIB REAL. CAÍDAS RESPECTO AL NIVEL PRE-CRISIS (a)



2 PIB REAL ESPAÑA. NIVEL (b)
(IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Variación interanual del PIB en IV TR 2020.

b Se proyecta un escenario central para la economía española y dos escenarios alternativos (suave y severo), que difieren en los supuestos sobre la evolución de la pandemia y las consecuencias a medio plazo de la misma. Para más información véase *Proyecciones Macroeconómicas 2021-2023* de marzo de 2021.

El repunte de la actividad fue intenso en el tercer trimestre de 2020, pero se paró en el cuarto, como consecuencia de la evolución epidemiológica desfavorable. En cualquier caso, la recuperación hasta la fecha ha sido solo parcial. El deterioro del control de la transmisión del virus en los meses de invierno afectó negativamente a la confianza de hogares y empresas, con el consiguiente efecto negativo sobre la demanda agregada, y tuvo que ser compensado con mayores restricciones a la movilidad y a la actividad económica¹⁰, con efectos negativos adicionales, que, sin embargo, tuvieron un impacto en el PIB muy inferior al del segundo trimestre, fruto de la adaptación de los agentes al nuevo entorno. De todas formas, a final de año, la economía española se encontraba todavía entre las más afectadas por la pandemia, con un nivel de PIB trimestral en el último cuarto de 2020 que era un 8,9 % inferior al previo a la crisis, mientras que en el conjunto del área del euro esa brecha era de más de 4 puntos porcentuales (véase gráfico 1.2).

10 Véase Ghirelli, Gonzalez, Herrera y Hurtado, «Weather, mobility and the evolution of the COVID-19 pandemic», Documento de Trabajo del Banco de España, n.º 2109.

En el corto plazo, cabe esperar aumentos modestos del nivel de actividad económica, en tanto no se haya logrado la inmunización de la población. En el escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España, el PIB registraría crecimientos elevados en la segunda mitad de 2021, como consecuencia de los avances en el proceso de vacunación, de la utilización de los fondos europeos del programa NGEU¹¹ y de la evolución económica internacional. El repunte del producto de la economía española en 2021 sería de un 6 % en este escenario central y la recuperación de la actividad continuaría en 2022 y 2023 (véase gráfico 1.2.2).

No obstante, la incertidumbre sigue siendo muy elevada, lo que ha determinado la elaboración de dos escenarios alternativos. La incertidumbre acerca de la duración de la crisis sanitaria parece haberse reducido, dados los avances proyectados en el proceso de vacunación. Sin embargo, persisten dudas respecto a la magnitud de los posibles efectos económicos negativos de la pandemia más allá del corto plazo, que no es plenamente independiente de la propia duración de la misma. La decidida actuación coordinada de las políticas económicas, proporcionando rentas y liquidez a los agentes privados, ha contribuido de forma crucial a limitar los daños al tejido productivo, pero no logrará evitarlos por completo, especialmente si la crisis sanitaria continúa prolongándose. Además, los escenarios difieren entre sí en una dimensión adicional, relacionada con el grado de persistencia de los cambios inducidos en el comportamiento de los agentes como consecuencia del COVID-19. A estos efectos, se han considerado distintos supuestos acerca de las decisiones de gasto de los hogares, españoles y del resto del mundo (a través de las exportaciones de turismo).

Los riesgos adicionales con respecto al escenario central incluyen desarrollos epidemiológicos más adversos (sobre todo en el corto plazo), la incertidumbre sobre la capacidad de resistencia de hogares y empresas, y la magnitud de los cambios estructurales incipientes que la pandemia podría haber acelerado. En primer lugar, una posible evolución epidemiológica más adversa que la prevista (por ejemplo, asociada a nuevas cepas del virus con mayor grado de transmisión y más resistentes a las vacunas) amenazaría el ritmo de recuperación en 2021, debido a sus efectos negativos directos sobre la demanda agregada por el deterioro de la confianza y la necesidad de introducir mayores restricciones a la movilidad. En segundo lugar, a pesar de la contundencia de las medidas aplicadas (especialmente los esquemas de mantenimiento del empleo a corto plazo y la provisión de liquidez a las empresas, a lo que cabría unir el efecto del programa NGEU en 2021), la prolongación de la crisis sanitaria hace más probable que se deteriore el mercado de trabajo y que se incrementen las quiebras empresariales, provocando daños más persistentes al tejido productivo. Una

11 Véase el recuadro 1 del Informe Trimestral de la Economía Española de marzo de 2021 [«Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2023)»].

fuerza adicional de incertidumbre es la aceleración que la pandemia está provocando en algunos procesos de transformación estructural preexistentes, como la digitalización que harían necesaria una reasignación de recursos económicos, de magnitud desconocida.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

El desarrollo de vacunas efectivas contra el COVID-19 y el progreso en el proceso de vacunación a escala global han favorecido la revalorización de los activos con riesgo en los mercados financieros internacionales desde la fecha de cierre del último IEF, a pesar del avance de las nuevas olas del virus agravadas por la aparición de nuevas cepas. Tras el repunte de la aversión al riesgo a finales de octubre, condicionado por el empeoramiento de la pandemia en Europa y la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, la publicación de los datos sobre la efectividad de las vacunas a principios de noviembre y, desde principios de este año, el avance de la campaña de vacunación han generado un sentimiento optimista en los inversores. Esto se ha reflejado en avances en los índices bursátiles, descensos de las primas de riesgo de crédito y caídas en las volatilidades del precio de los activos, a lo que también ha contribuido la desaparición de otros escenarios de riesgo, como el de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin acuerdo¹² (véanse gráficos 1.3.1, 1.3.2 y 1.3.3).

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado, especialmente en EEUU, desde principios de este año. Esta evolución está condicionada por la menor aversión al riesgo, las expectativas económicas más favorables, el aumento de la inflación esperada y por los paquetes de gasto fiscal, que implican la necesidad de nuevas emisiones por parte de los tesoros. Al actuar este tipo de activos como valor refugio, la rentabilidad exigida a los mismos había disminuido significativamente en la fase de máxima incertidumbre en el inicio de la pandemia. Excepto en el caso de Japón, estas rentabilidades se sitúan todavía en niveles inferiores a los de principios de 2020 (véase gráfico 1.4.1). Esta menor aversión al riesgo también ha favorecido que el dólar estadounidense, que también actúa como valor refugio, haya continuado depreciándose, si bien desde principios de año esta tendencia parece estar revirtiéndose ante la mejora de las expectativas de recuperación económica en EEUU (véase gráfico 1.4.2).

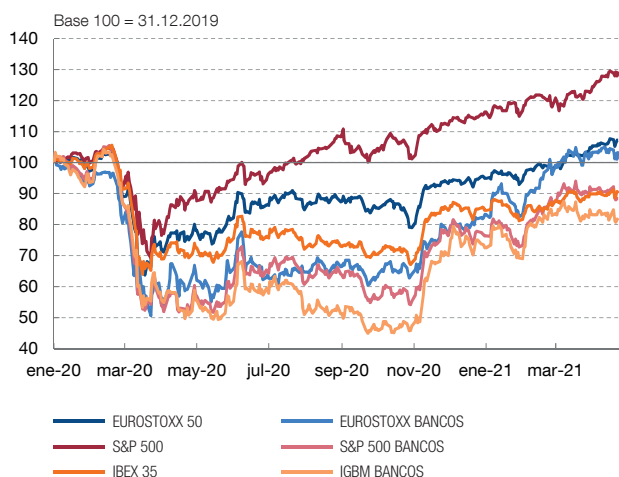
En los mercados de deuda soberana de la UEM, los diferenciales de rentabilidad a largo plazo entre países han continuado en niveles reducidos en el primer

12 A finales de enero, se produjo un repunte puntual de la volatilidad del índice S&P 500 (VIX), ligado a operaciones minoristas coordinadas y, desde mediados de febrero, un repunte en la volatilidad de las opciones de los bonos soberanos de EEUU (MOVE) ante el incremento del tramo largo de la curva de tipos de interés.

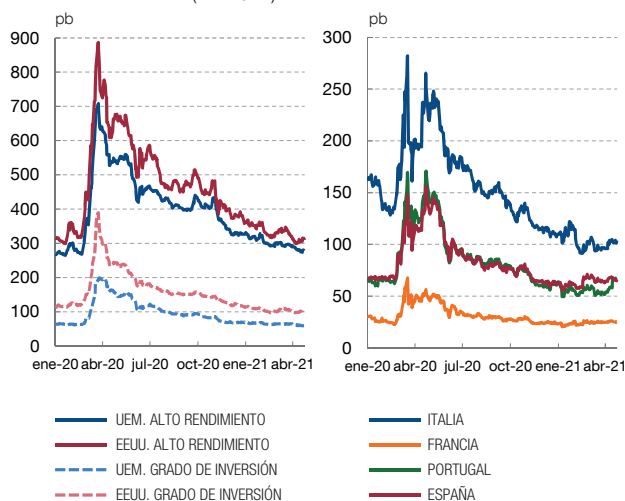
LOS AVANCES MÉDICOS CONTRA EL COVID-19 HAN FAVORECIDO UNA REVALORIZACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO EN LOS ÚLTIMOS MESES, SI BIEN SE PLANTEAN DUDAS SOBRE SU SOSTENIBILIDAD EN ALGUNOS CASOS

El desarrollo de vacunas efectivas contra el COVID-19 y el progreso en su distribución han generado un sentimiento optimista en los inversores que se ha reflejado en avances en los índices bursátiles, descensos de las primas de riesgo de crédito y de los diferenciales de deuda soberana en la UEM, y caídas en las volatilidades del precio de los activos. El aumento de los precios de las acciones en las bolsas de EEUU ha situado su nivel en cotas muy elevadas en comparación con los beneficios de las empresas en términos ajustados al ciclo.

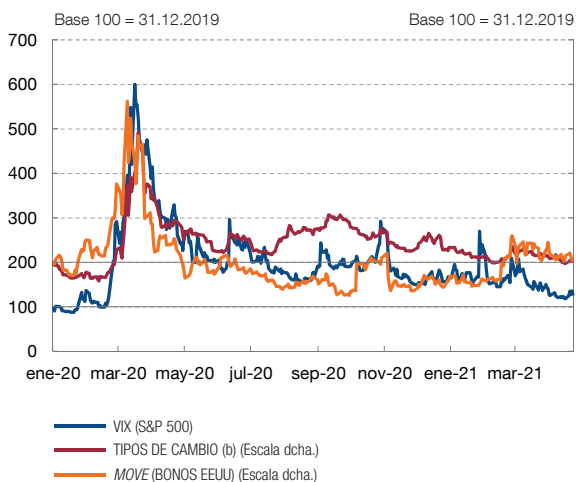
1 ÍNDICES DE BOLSA



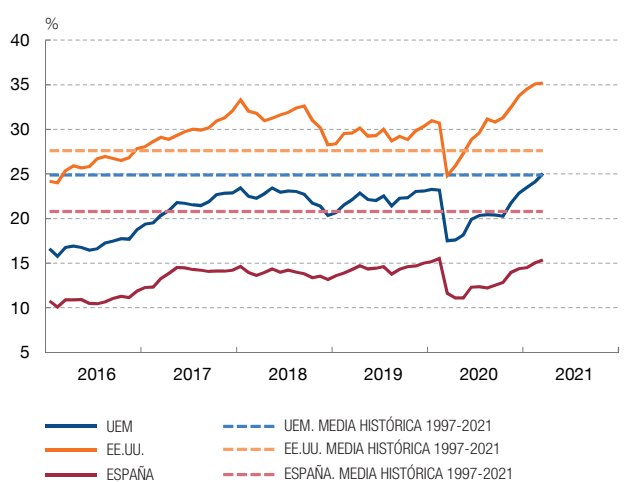
2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZQUIERDA) (a) Y DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA (DERECHA)



3 VOLATILIDADES



4 PER AJUSTADO AL CICLO (c)



FUENTES: Robert J. Shiller y Thomson Reuters Datastream.

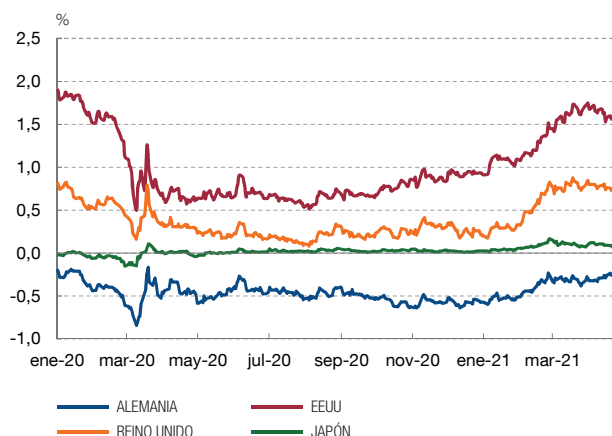
- a Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Corporate.
- b Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.
- c El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de diez años de los beneficios.

trimestre de 2021, favorecidos por los programas de compras del BCE, en especial por el PEPP, que se ha ampliado en diciembre tras la recalibración de los instrumentos de política monetaria, y por el acuerdo sobre el fondo de recuperación en la UE (véase gráfico 1.3.2).

LAS RENTABILIDADES A LARGO PLAZO DE LAS DEUDAS SOBERANAS DE MAYOR CALIDAD CREDITICIA SE HAN ELEVADO Y EL DÓLAR ESTADOUNIDENSE HA DEJADO DE DEPRECIARSE DESDE PRINCIPIOS DE AÑO

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia se han elevado, especialmente en EEUU y Reino Unido, condicionadas por la menor aversión al riesgo, las expectativas económicas más favorables, el aumento de la inflación esperada y por los paquetes de gasto fiscal. La menor aversión al riesgo también ha favorecido que el dólar estadounidense continuara depreciándose en la parte final de 2020, si bien desde principios de 2021 esta tendencia se ha interrumpido ante la mejora de las expectativas de recuperación económica en EEUU.

1 TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



2 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

La revalorización de los índices bursátiles en la parte final de 2020 ha sido más intensa en aquellos sectores cuyos precios habían experimentado mayores pérdidas desde el inicio de la pandemia. Así, las cotizaciones del sector bancario han acumulado mayores ganancias desde principios de noviembre que las generadas en otros sectores, como telecomunicaciones y tecnología. En línea con estos desarrollos, y como consecuencia de las diferencias en la composición sectorial de las bolsas, la revalorización de los índices europeos, y en particular la del Ibex 35, ha sido más intensa que la registrada por el S&P 500¹³. No obstante, los índices de los sectores más cíclicos, incluido el bancario, así como algunos de los índices generales europeos, todavía se sitúan por debajo de los niveles previos al estallido de la crisis. Por el contrario, el índice de EE.UU. ha alcanzado máximos históricos (véase gráfico 1.3.1).

Las primas de riesgo de crédito corporativas han disminuido en los últimos meses con más intensidad en el segmento de alto rendimiento que en el de grado de inversión, situándose ya en niveles similares a los registrados antes de la pandemia en todos los segmentos. Esta evolución se habría visto apoyada por los programas de compra de activos de los bancos centrales y por una menor aversión al riesgo (véase gráfico 1.3.2). En EE.UU., donde el banco central incluye

13 En particular, el peso del sector bancario es aproximadamente del 5%, 6% y 22% en el S&P 500, EUROSTOXX 50 e IBEX 35, respectivamente, mientras que en el caso del sector tecnológico estas cifras serían del 28%, 13% y 6%.

bonos de grado de inversión y de alto rendimiento en su programa de compras, las emisiones de ambos tipos de instrumentos cerraron 2020 en volúmenes record, mientras que en la UEM y en España lo hicieron solo en el segmento de grado de inversión. Desde el inicio de 2021, las emisiones de EE.UU. y de la UEM superan ya a las de años anteriores en el segmento de alto rendimiento

El número de rebajas de calificación crediticia de los bonos corporativos se ha reducido significativamente en los últimos meses, si bien en marzo se observó un ligero repunte. Esta reducción también se ha observado en el caso de las empresas españolas. Desde el estallido de la crisis, el número acumulado de rebajas a nivel mundial y en la UEM es inferior al observado durante el mismo período tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. No obstante, una proporción destacada de las emisiones con *rating* BBB continúa con perspectivas negativas de calificación.

La rápida recuperación de los precios de los activos con riesgo en algunos segmentos ha suscitado dudas sobre su sostenibilidad, especialmente si se materializan determinados riesgos. El empeoramiento de la situación epidemiológica, la revisión a la baja de las expectativas de beneficios corporativos o una retirada prematura de las medidas de apoyo público podrían desencadenar la corrección de algunos precios, especialmente en los activos con mayores indicios de valoraciones elevadas. En particular, la relación entre el precio de las acciones de las empresas que forman parte del S&P 500 y sus beneficios (PER, por sus siglas en inglés), en términos ajustados al ciclo, se sitúa actualmente en niveles elevados, por encima de su media histórica. Esto se explica en buena medida por la evolución de los precios de un número reducido de empresas de gran tamaño, especialmente en el sector tecnológico. Por el contrario, en la UEM y en España los precios de las acciones no parecen elevados en comparación con los beneficios de las empresas cotizadas, ajustados al ciclo (véase gráfico 1.3.4). En los mercados de deuda corporativa, las primas de riesgo de crédito se sitúan en un nivel inferior al que sugiere su relación histórica con sus determinantes, especialmente en el segmento de alto rendimiento, lo cual podría estar ligado, entre otros factores, al efecto de los programas de compras de activos de los bancos centrales (véase recuadro 1.1).

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

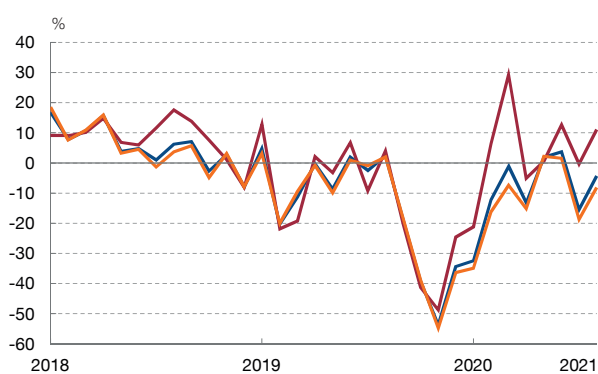
Las compraventas de vivienda descendieron un 17,7 % en 2020, lastradas por su fuerte caída en los meses iniciales de la pandemia. Tras el confinamiento severo en la pasada primavera, las transacciones iniciaron una senda de recuperación gradual que se extendió hasta finales de año, favorecidas por el afloramiento de la demanda embalsada durante la primera ola del COVID-19. Esta trayectoria al alza de las operaciones en el segundo semestre de 2020 no ha proseguido a comienzos de 2021, con una caída interanual de las compraventas en enero y febrero (véase gráfico 1.5). La evolución menos favorable de las operaciones en el primer

Gráfico 1.5

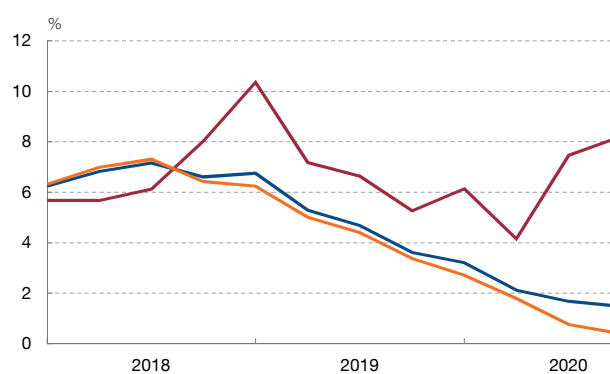
LAS TRANSACCIONES DE VIVIENDA SE HAN VISTO IMPACTADAS POR LA EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA, AL IGUAL QUE EL CRÉDITO NUEVO PARA SU COMPRA, MIENTRAS LOS PRECIOS HAN SEGUIDO DESACELERÁNDOSE

La compraventa de viviendas cerró 2020 con un balance negativo, lastrada por el desplome de las transacciones en los meses iniciales de la pandemia. A pesar de este contexto, los precios de la vivienda no registraron descensos generalizados, sino que continuaron con la tendencia de desaceleración previa. El segmento de vivienda nueva mostró una evolución más favorable, lo que podría reflejar un cierto cambio en las preferencias de los agentes. Las nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda se reactivaron de forma importante en la segunda parte de 2020, compensando parcialmente el retroceso registrando durante el confinamiento de la primavera. Por su parte, los estándares crediticios de las nuevas hipotecas se habrían endurecido ligeramente durante los últimos trimestres.

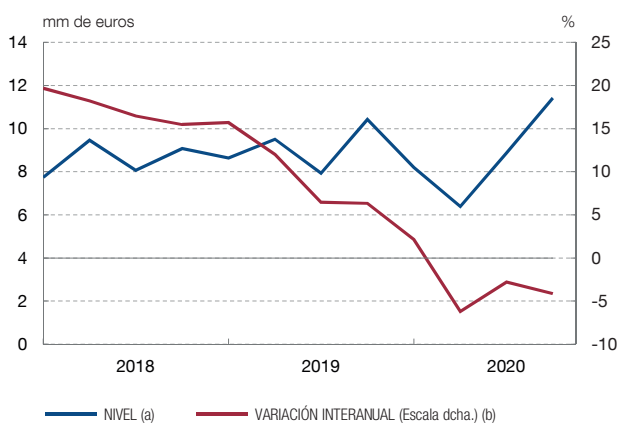
1 COMPRAS DE VIVIENDA
Variación interanual



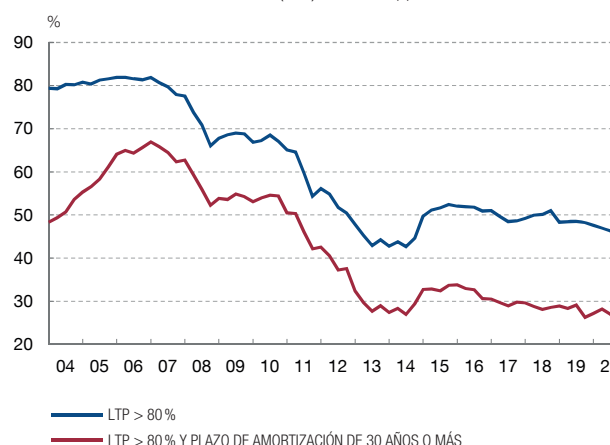
2 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual



3 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA



4 PROPORCIÓN DE NUEVAS HIPOTECAS PARA LA COMPRA DE VIVIENDA CON RELACIÓN LOAN TO PRICE (LTP) ELEVADA (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Colegio de Registradores y Banco de España.

a Datos acumulados de tres meses.

b Datos trimestrales. Son promedios de cuatro trimestres.

c Los datos sobre la relación préstamo-precio son incompletos y se refieren a una muestra.

bimestre del año se concentró en el segmento de vivienda usada y en la modalidad de viviendas colectivas. Por regiones, este menor dinamismo tuvo lugar, principalmente, en las Comunidades Autónomas que suelen presentar mayores volúmenes de transacciones. Por su parte, las compraventas de vivienda nueva o unifamiliares vienen evidenciando desde el inicio de la recuperación una mayor fortaleza frente a las de segunda mano o colectivas. Este patrón podría persistir si

se consolidaran los cambios que parecen advertirse en las preferencias de los compradores hacia viviendas más grandes, con espacios abiertos y situadas en la periferia de las ciudades, en la medida en que la vivienda nueva o unifamiliar puede adaptarse con mayor flexibilidad a estos cambios.

Los precios de la vivienda mantuvieron la tendencia de desaceleración iniciada antes de la crisis, sin que se hayan observado hasta ahora descensos generalizados. El índice del precio de la vivienda aumentó un 1,5 % interanual en el cuarto trimestre de 2020, destacando la aceleración del precio de la vivienda nueva (8,2 %), que puede reflejar, al menos en parte, decisiones de inversión anteriores a la crisis, así como el cambio en los patrones de demanda apuntados previamente (véase gráfico 1.5.2). En cambio, el precio de la vivienda usada continuó desacelerándose (0,4 %). La resistencia hasta ahora de los precios inmobiliarios residenciales contrasta con el fuerte descenso observado durante la crisis financiera global. Ello obedecería a varios factores. En primer lugar, la crisis actual no ha tenido su origen en los excesos financieros y en el sobredimensionamiento del sector inmobiliario. Además, la introducción de mecanismos de protección de rentas para los hogares más afectados por la crisis, como las moratorias hipotecarias o los ERTE, conjuntamente con unos criterios de concesión de los préstamos para adquisición de la vivienda mucho más estrictos durante los últimos años y un menor nivel de endeudamiento ha limitado hasta el momento el volumen de ventas forzosas. Por último, antes del inicio de la pandemia no se observaban indicios claros generalizados de sobrevaloración en el mercado inmobiliario. En cualquier caso, la evolución futura de los precios de la vivienda se ve afectada también por la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación de la actividad económica.

En el mercado de crédito inmobiliario para la adquisición de vivienda también se ha producido una cierta reactivación de las nuevas operaciones, mientras que los estándares crediticios se habrían endurecido ligeramente. Durante la segunda mitad de 2020 tuvo lugar una recuperación importante del volumen de hipotecas para la compra de vivienda, lo que ha permitido compensar parcialmente la fuerte caída de este tipo de financiación en los meses posteriores al estallido de la pandemia (véase gráfico 1.5.3). Esta evolución ha venido acompañada, no obstante, por un ligero endurecimiento de las condiciones de concesión. Así, ha descendido el peso de las nuevas operaciones con una relación préstamo-precio (LTP, por sus siglas en inglés de *Loan-to-Price*) superior al 80 % (véase gráfico 1.5.4). Dentro de éstas, además, se ha reducido la importancia relativa de las hipotecas con vencimientos dilatados. Por otro lado, el diferencial del tipo de interés frente a la referencia libre de riesgo se mantuvo prácticamente inalterado en 2020. Estos desarrollos sugieren que las entidades mantienen cierta cautela a la hora de conceder este tipo de créditos.

El impacto de la crisis en el mercado inmobiliario comercial ha sido más acusado que en el residencial, en línea con su mayor sensibilidad al ciclo, y cambios en los canales de distribución comercial, con mayor peso de las

ventas online. Así, las transacciones han caído con intensidad y los precios han retrocedido, aunque moderadamente, de forma generalizada. En este contexto, las nuevas hipotecas respaldadas por inmuebles comerciales no muestran indicios de recuperación y las condiciones crediticias se han vuelto más estrictas. Ello se refleja, por ejemplo, en el descenso del peso de las operaciones con LTP elevada.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

La crisis del COVID-19 está impactando con intensidad en los resultados de las empresas. Así, con la información disponible de la muestra de empresas participantes en la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las de gran dimensión, el porcentaje de compañías con un ROA¹⁴ negativo se incrementó en 2020 hasta el 34 %, lo que supone 8 pp más con respecto al año anterior¹⁵ (véase gráfico 1.6.1). De acuerdo con microsimulaciones realizadas¹⁶, el retroceso de la rentabilidad estaría siendo especialmente intenso en las pymes y, sobre todo, en los sectores de hostelería, restauración y ocio, vehículos de motor, comercio y transporte y almacenamiento.

El grado de presión financiera soportado por las empresas como consecuencia de su endeudamiento también se estaría elevando. La ratio agregada de deuda sobre PIB se habría incrementado, a lo largo de 2020, en 12 pp (véase gráfico 1.6.2). De este incremento, dos tercios se explicaría por la caída del producto. Esta evolución también habría resultado en un incremento, aunque mucho más reducido, de la ratio de carga financiera por intereses, gracias al reducido nivel de los costes de financiación. La evolución, en 2020, del endeudamiento a nivel de empresa, según la CBT, evidencia que el aumento de la presión financiera soportada por este sector se explica en mayor medida por el descenso de los resultados que por el aumento de su deuda neta¹⁷. El recuadro 1.2 examina la evolución heterogénea del endeudamiento bancario entre empresas que presentaban distintas características de situación financiera antes de la irrupción de la crisis. Por su parte, el recuadro 1.3 explora medidas para mejorar la solvencia empresarial, como reacción a esta evolución reciente.

14 La Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.

15 Véase «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras en 2020: evidencia basada en la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

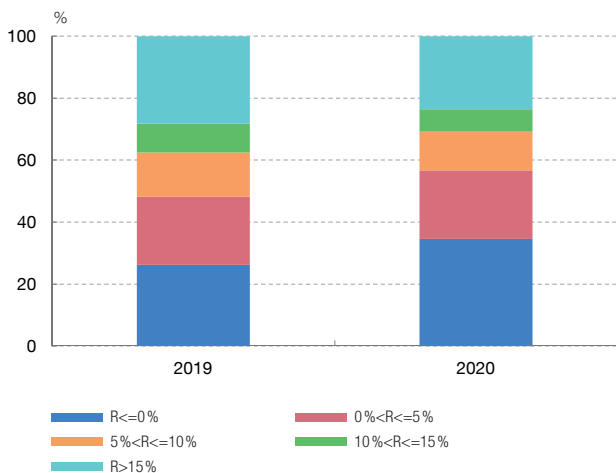
16 A partir de la información empresarial procedente de la Central de Balances Integrada (CBI) de los años 2018 y 2019, se realizan microsimulaciones para estimar el comportamiento de las empresas en 2020.

17 Véase recuadro «Evolución reciente del endeudamiento del sector de sociedades no financieras» del artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020. Un avance de cierre del ejercicio», *Boletín económico*, 1/2021, Banco de España.

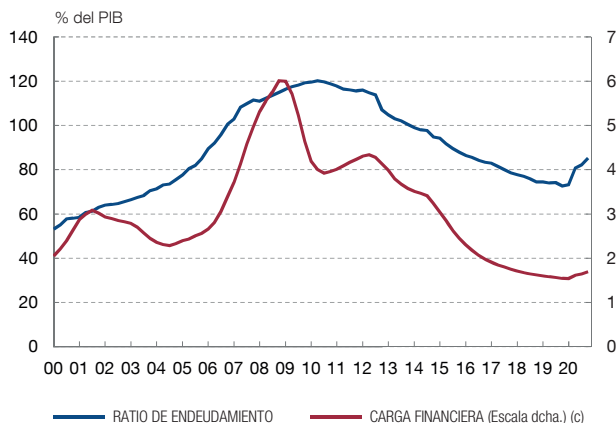
LA CRISIS DEL COVID-19 HA IMPACTADO NEGATIVAMENTE EN LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS, QUE HAN VUELTO A AUMENTAR SU ENDEUDAMIENTO TRAS UNA DÉCADA DE DESAPALANCAMIENTO

La crisis del COVID-19 ha supuesto un fuerte deterioro de los resultados empresariales. Así, según la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral, el porcentaje de las mismas con una rentabilidad ordinaria del activo negativa se ha incrementado hasta el 34 % en 2020, 8 pp más que en el año anterior. Las necesidades de liquidez de las empresas han sido cubiertas en buena medida recurriendo al crédito, favorecido por las medidas implementadas por las autoridades, lo que, unido a la intensa contracción del PIB, ha resultado en un incremento de la ratio de deuda y, en menor medida, de carga financiera, por primera vez en una década.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS POR RANGO DE RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (a) (b)



2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



FUENTE: Banco de España.

- a La información procede de la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT). Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.
- b R = Rentabilidad ordinaria del activo neto.
- c La carga financiera de las empresas comprende únicamente los pagos que estas realizan en concepto de intereses, dada la dificultad para estimar con fiabilidad la cuantía de las cuotas de amortización.

En el caso de los hogares, también estaría aumentado el grado de presión financiera, especialmente en el caso de las familias más afectadas por la crisis, aunque las medidas de apoyo público habrían contribuido hasta el momento a mitigar estos efectos significativamente. Así, según la Encuesta Financiera de las Familias¹⁸, en los sectores más afectados por la pandemia el porcentaje de hogares más vulnerables era más elevado¹⁹. En todo caso, las transferencias sociales en forma de prestaciones de desempleo, ERTE²⁰ e ingreso

18 La última Encuesta Financiera de las Familias disponible corresponde al año 2017. Sin embargo, la información que proporciona esta encuesta a nivel de hogar sobre la distribución de la riqueza de las familias españolas suele ser relativamente estable en el tiempo.

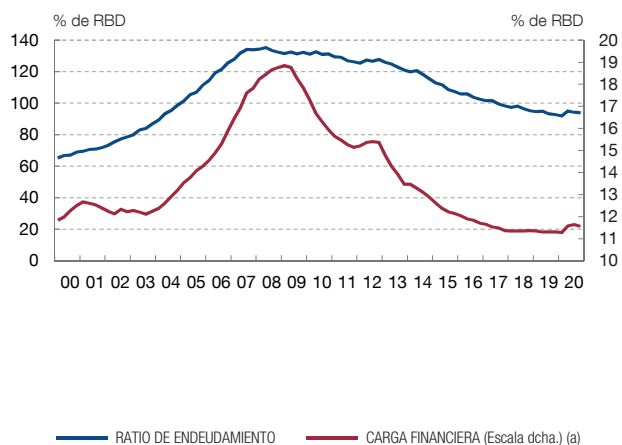
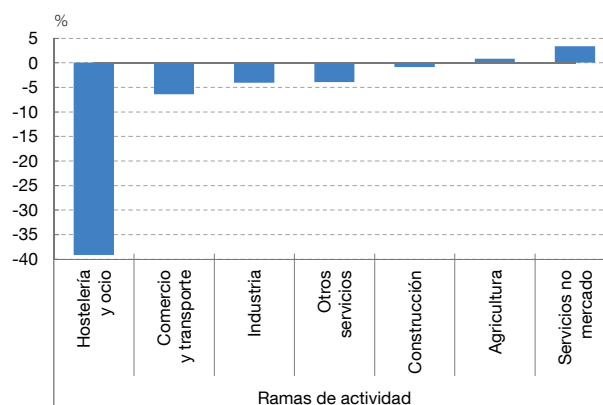
19 Véase «La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2020, Banco de España.

20 A finales de marzo de 2021 había 743.628 personas en situación de Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE).

AUNQUE LOS HOGARES SIGUEN REDUCIENDO SU DEUDA, LA CAÍDA DE LAS RENTAS HA ELEVADO LA RATIO AGREGADA DE ENDEUDAMIENTO DE ESTE SECTOR

A pesar de la pandemia, las familias españolas han seguido reduciendo su deuda, en términos agregados. Sin embargo, la caída de las rentas, que se ha concentrado en los trabajadores más ligados a las industrias más afectadas por las restricciones a la interacción social, ha llevado a que la ratio de deuda sobre renta bruta disponible se haya incrementado.

1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA

2 AFILIACIÓN EFECTIVA EN MARZO DE 2021 (b)
Variación con respecto a febrero de 2020

FUENTE: Banco de España.

- a La carga financiera de las familias comprende los pagos que éstas realizan en concepto de intereses y amortización de la deuda.
b La afiliación está corregida por efectos estacionales.

mínimo vital²¹ han contribuido a amortiguar las caídas de las rentas de estos hogares. Asimismo, las moratorias en la carga financiera de los hogares más afectados por la crisis, así como en los alquileres y en los consumos energéticos, habrían reducido, aunque de forma transitoria, la presión sobre esas menores rentas. Tanto la ratio de deuda agregada como la de carga financiera en términos de renta bruta disponible (RBD) habrían aumentado levemente en 2020, debido a que la caída de la RBD, que se habría concentrado en determinados colectivos, se vio compensada, en gran parte, por el descenso del saldo de crédito y de los gastos financieros (véase gráfico 1.7.1).

A pesar de la crisis, la riqueza agregada de los hogares ha seguido aumentando, gracias al ahorro y al incremento del patrimonio inmobiliario, si bien existe una elevada heterogeneidad de niveles de renta y patrimonio dentro del sector. La tasa de ahorro de las familias se ha situado en máximos históricos, canalizándose una gran parte de los fondos hacia los depósitos. Sin embargo, es

21 En marzo de 2021, el ingreso mínimo vital había sido concedido a más de 203.000 hogares integrados por 565.000 personas.

muy probable que el aumento de la riqueza más líquida se concentre en los hogares menos vulnerables. El impacto negativo sobre las rentas del trabajo de los hogares ha variado marcadamente en función de la rama de actividad de su empleo (véase gráfico 1.7.2). El recuadro 1.2 examina también la heterogeneidad en la respuesta del endeudamiento bancario a la crisis del COVID-19 entre personas físicas con distintas características de renta, situación laboral y otros atributos informativos sobre la fragilidad de sus rentas.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

El año 2020 se cerró con un deterioro notable de las finanzas públicas en España, debido a los efectos de la pandemia y de las medidas adoptadas para contenerla.

El déficit de las AAPP se situó a finales de 2020 en el 11 % del PIB, notablemente por encima del 2,9 % registrado en el año 2019, y la deuda pública se elevó al 120 % del PIB (véase gráfico 1.8.1). La reclasificación de la SAREB como parte de las AAPP²² explica 0,9 pp del aumento del déficit y 3 pp del incremento de la deuda. El resto se explicaría tanto por la caída de los ingresos (-5 %) como, sobre todo, por el fuerte incremento de los gastos (+10 %). Los primeros se vieron afectados por los efectos sobre las bases impositivas de la caída de la actividad y por las moratorias fiscales establecidas para ayudar a las empresas con problemas de liquidez, que se vieron compensados en parte, en el caso del IRPF, por las medidas de sostenimiento de rentas de los agentes privados por parte de las AAPP. A su vez, los gastos se incrementaron como consecuencia de las medidas adoptadas en respuesta al COVID-19.

Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas el pasado mes de marzo y cerradas antes de la publicación del dato de final del año 2020²³, anticipaban una corrección progresiva del saldo de las AAPP en el periodo 2021-2023. La persistencia de la pandemia ha llevado a que se extendieran las actuaciones extraordinarias relacionadas con los ERTE y ceses de actividad de autónomos hasta el 30 de mayo de 2021, así como a una ampliación del plazo de las líneas de avales para préstamos. Posteriormente, se ha aprobado también un nuevo paquete de medidas extraordinarias de apoyo a la solvencia empresarial, incluyendo ayudas directas, por un importe total de 11 mm de euros. Sin embargo, hay una serie de factores que contribuirán a que el déficit se corrija parcialmente este año. Por un lado, se espera una recuperación significativa de los ingresos públicos, como consecuencia de la mejoría prevista de la actividad económica, especialmente en la segunda mitad del año, así como, en menor medida, del aumento en la recaudación

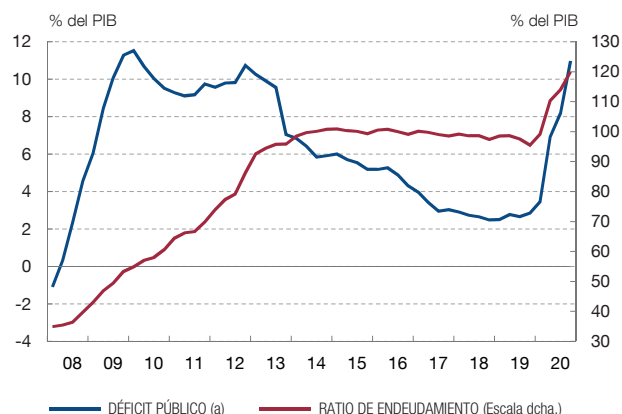
22 La reclasificación sigue el criterio de Eurostat y tras la negativa evolución de su situación financiera, caracterizada por una serie de pérdidas continuadas durante los últimos años. Contablemente esta operación se registra como una transferencia de capital de las AAPP al resto de agentes residentes en 2020, por el valor neto contable negativo de la entidad, y un aumento de la deuda pública, por el valor de los pasivos de la SAREB.

23 Véase [Escenarios macroeconómicos para la economía española 2021-2023](#).

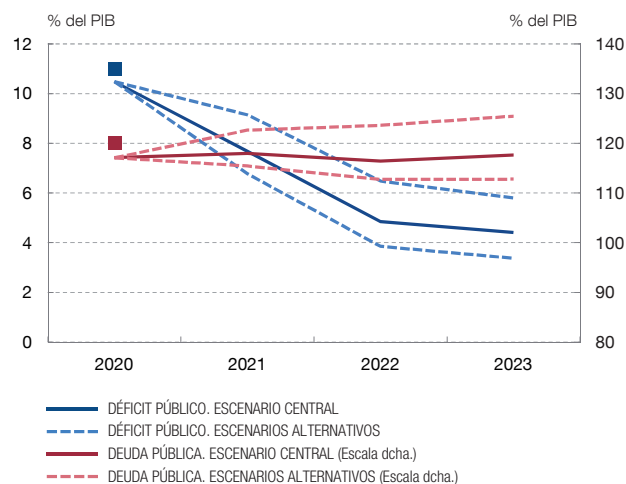
LA PANDEMIA DEL COVID-19 HA SUPUESTO UN DETERIORO NOTABLE DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS AAPP ESPAÑOLAS

La acción decidida de las autoridades fiscales en 2020 ha permitido contrarrestar de forma eficaz los efectos económicos negativos del COVID-19. Pero el deterioro de las finanzas públicas resultante supone una mayor vulnerabilidad ante posibles perturbaciones adicionales. En el corto plazo, las condiciones de financiación favorables y los programas de fondos europeos permiten mantener un tono expansivo de la política fiscal. El mayor riesgo para las finanzas públicas sigue siendo el de un retraso en la solución a la crisis sanitaria que dé lugar a efectos más pronunciados y persistentes sobre la actividad económica. A medio plazo, una vez superados los efectos de la crisis, es necesario un proceso de consolidación creíble y sostenido.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 PREVISIONES DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICOS (b) (c)



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Banco de España.

a Datos acumulados de cuatro trimestres.

b Las estimaciones de deuda y déficits públicos para 2020 y 2021-2023 no incluyen la asunción por la Administración Pública de la deuda de la SAREB, hecho conocido con posterioridad a la elaboración de las previsiones.

c Escenarios macroeconómicos de las proyecciones del Banco de España publicadas el 23 de marzo de 2021. Los cuadrados de 2020 corresponden al dato publicado por la IGAE seis días después.

tributaria derivado de las nuevas medidas de ingresos ya presupuestadas para 2021. Por otro lado, la progresiva desaparición del grueso de las medidas aprobadas en 2020 supondría un crecimiento de los gastos mucho más moderado.

En conjunto, el saldo de las AAPP en 2021 podría situarse entre el -6,8% y el -9,1% del PIB, en función de que el escenario macroeconómico se aproxime al escenario central o al severo considerados en marzo por el Banco de España (véase gráfico 1.8.2). La corrección del desequilibrio de las finanzas públicas continuaría en 2022 y 2023 gracias a la mejora cíclica esperada, pese a lo cual el déficit se situaría todavía este último año, en cualquiera de los escenarios, por encima del 3% del PIB. La deuda pública se mantendrá en niveles muy elevados en cualquiera de los escenarios considerados.

La respuesta que las autoridades europeas han dado a la crisis constituirá uno de los principales factores dinamizadores de la actividad en el corto y medio plazo. En el ámbito monetario, las medidas adoptadas por el BCE han

contribuido a evitar tensiones en los mercados de deuda soberana, propiciando unas condiciones de financiación muy favorables. En el ámbito fiscal, la puesta en funcionamiento del NGEU, que podría financiar proyectos de inversión por hasta 140 mm de euros en España en los próximos seis años, permitirá que la política fiscal de nuestro país mantenga un tono expansivo.

Con posterioridad, la reconducción de las finanzas públicas en España requerirá de un esfuerzo considerable. Las autoridades deberían diseñar sin más demora un programa creíble y suficiente de consolidación de las finanzas públicas a lo largo de un período dilatado de tiempo, que comience a implementarse tras la salida de la crisis sanitaria y económica. Ello es necesario para limitar las vulnerabilidades que emanan desde las AAPP al resto de sectores de la economía y favorecer el crecimiento a largo plazo.

1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

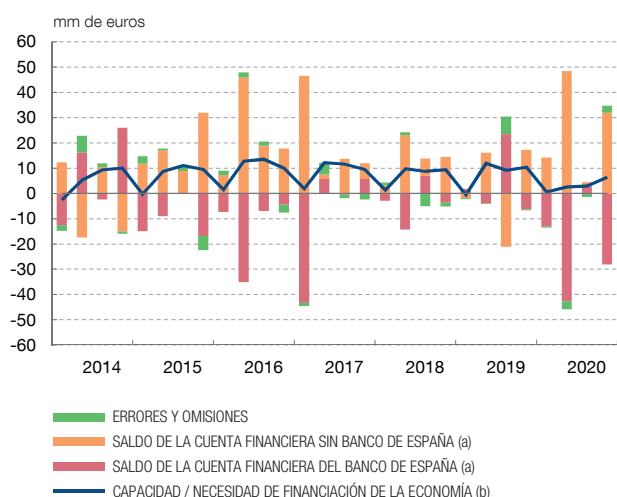
En el segundo semestre de 2020, las adquisiciones de activos exteriores por parte de los residentes se moderaron muy significativamente con respecto a la primera mitad de año, al tiempo que los agentes no residentes desinvertieron en la economía española. Todo ello resultó en una reducción del superávit de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la economía española a la mitad (33,6 mm, frente a los 62,5 mm en el primer semestre de 2020), excluyendo el Banco de España (véase gráfico 1.9.1). Por el lado de los activos, esta diferente evolución entre el primer y segundo semestre del año se explicaría fundamentalmente por las desinversiones en la rúbrica de *otra inversión* por valor de 47,1 mm (frente a las inversiones de 62,3 mm en la primera mitad de año), en concreto, en depósitos a corto plazo de las instituciones financieras monetarias. Por el lado de los pasivos, destacaron las desinversiones en valores de deuda de las Administraciones Públicas a largo plazo (23,6 mm) y en depósitos a corto plazo en instituciones financieras monetarias (25,7 mm). Por su parte, la cuenta financiera del Banco de España volvió a presentar un signo deudor, si bien de menor cuantía en el segundo semestre de 2020 que en el primero, vinculado a las compras de activos del Eurosistema (los programas APP y PEPP, por sus siglas en inglés). Esto se reflejó en un abultado incremento del saldo TARGET deudor a lo largo de 2020, por valor de 108 mm de euros.

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de la economía española se ha incrementado ligeramente en 2020 (19,6 mm de euros), mientras que la deuda externa bruta ha aumentado de forma notable. En 2020, la PII deudora neta aumentó en 10 pp de PIB, hasta el 84,4 %, como resultado no solo del incremento del numerador, sino especialmente por la caída del denominador (véase gráfico 1.9.2). La deuda externa bruta de la nación se elevó durante el mismo período en unos 115,2 mm de euros, condicionada por el aumento de los flujos de

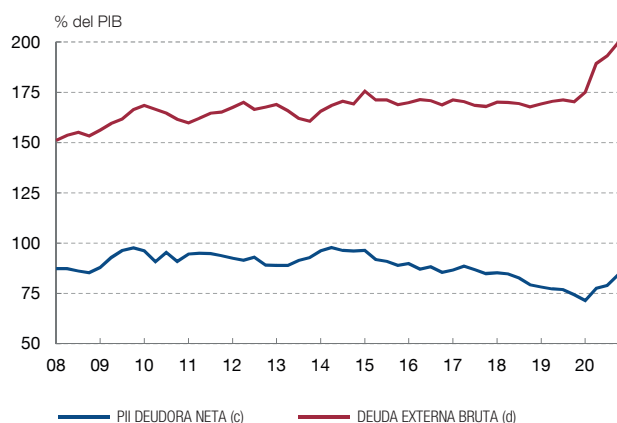
DURANTE LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, SE HA ELEVADO EL PESO EN RELACIÓN AL PIB DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DEUDORA NETA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA, ALCANZANDO PARA ESTA ÚLTIMA MÁXIMOS HISTÓRICOS

En la segunda mitad de 2020, el superávit de la cuenta financiera de la economía española, excluido el Banco de España, se moderó con respecto al primer semestre del año. Esto fue debido a que las adquisiciones de activos exteriores por parte de los sectores residentes fueron muy inferiores a las de la primera mitad. La posición de inversión internacional (PII) deudora neta se incrementó, en términos de PIB, debido principalmente a la caída del producto. Por su parte, la deuda externa bruta de la nación se incrementó en 2020 en términos de PIB, hasta máximos históricos, como resultado de la caída del producto, pero también por el aumento de los flujos de pasivo con el exterior, en concreto, del Banco de España y de las AA.PP., y por los efectos valoración.

1 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA Y TRANSACCIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR



2 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTE: Banco de España.

a Variación neta de activos menos variación neta de pasivos.

b Un valor positivo (negativo) de esta serie indica una posición acreedora (deudora).

c La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos exteriores de los sectores residentes y el de los activos frente al resto del mundo.

d La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).

pasivo exteriores del Banco de España y, en menor medida, de las AAPP, y por el aumento de valor de mercado de estos instrumentos. En términos de PIB, se situó en el 199,7 %, 29,3 pp más que al cierre de 2019 y máximo histórico. Las favorables condiciones financieras actuales facilitan la financiación del endeudamiento externo de nuestra economía, pero su elevado nivel supone un elemento de vulnerabilidad frente a eventuales endurecimientos de las condiciones de los mercados financieros internacionales. Si bien, la composición de la deuda, con un peso elevado del sector público y plazos medios de amortización dilatados, contribuye a mitigar en cierta medida estos riesgos, el alto nivel de la misma puede aumentar el impacto de los riesgos para la estabilidad financiera considerados en este IEF.

LA EVOLUCION RECIENTE DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS Y DE SUS DETERMINANTES

En este recuadro, se analiza hasta qué punto la evolución reciente de las primas de riesgo del crédito corporativo del área del euro y EE.UU., tanto para el segmento de grado de inversión como para el de alto rendimiento, se explica por la relación histórica con sus determinantes fundamentales. Para ello, se emplean modelos de valoración de bonos corporativos basados en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo, y el grado de aversión al riesgo de los inversores¹. Para cada segmento, las primas de riesgo se miden como el diferencial de la rentabilidad de los bonos corporativos respecto a la curva *swap* en el área del euro y EE.UU.². El valor de las empresas se aproxima mediante los beneficios medios por acción esperados por los analistas para las empresas que integran el índice bursátil del área correspondiente (EURO STOXX 50 o S&P 500) a un plazo de 2 o 3 años, mientras que la incertidumbre se recoge mediante la desviación típica de las respuestas de los analistas sobre dichos beneficios. El apalancamiento se mide con la ratio deuda del sector de empresas no financieras de cada área con respecto del PIB³ y, por último, el grado de aversión al riesgo de los inversores se aproxima mediante la volatilidad implícita de los índices bursátiles (VIX y VSTOXX)⁴. El modelo se estima con frecuencia mensual para el periodo desde enero de 2001 hasta marzo de 2021. Tal y como cabía esperar, los modelos estimados sugieren que un aumento de los beneficios esperados conduce a menores primas de riesgo, mientras que el incremento de la incertidumbre, el apalancamiento o la aversión al riesgo provocan un aumento de las mismas⁵.

Los gráficos 1 a 4 muestran la descomposición de las primas de riesgo de crédito, en desviaciones sobre su media histórica, a partir de los modelos estimados, para los dos segmentos (grado de inversión y de alto rendimiento) y las dos áreas (área del euro: gráficos 1 y 2; EE.UU.: gráficos 3 y 4) en 2020 y en el primer trimestre de 2021⁶. Los

resultados muestran que antes del inicio de la pandemia estas primas de riesgo se encontraban por debajo de su media histórica en la mayoría de los segmentos. La parte no explicada por el modelo⁷ era negativa en EE.UU., y de mayor magnitud absoluta para los bonos de alto rendimiento en esa geografía. Esto implica que estas primas de riesgo se situaban por debajo del valor explicado por sus determinantes fundamentales. Probablemente, por este motivo algunos analistas consideraban la compresión de las primas como un riesgo para la estabilidad financiera.

Tras el estallido de la crisis, la mayoría de los factores contribuyeron a un repunte de las primas, y, de forma más acentuada, la aversión al riesgo de los inversores, sobre todo en los segmentos de alto rendimiento. Salvo para los bonos corporativos en grado de inversión del área del euro, en el resto, el aumento observado de estas primas de riesgo durante los primeros meses de la crisis fue más moderado de lo que sugiere la relación histórica de estas con sus determinantes fundamentales. Esto se recoge en los gráficos como una parte no explicada más negativa, cuya magnitud llegó a ser muy elevada en los dos segmentos del mercado en EE.UU., y en el mercado de alto rendimiento del área del euro.

Durante los meses siguientes, el componente explicado tendió a reducirse gradualmente, favorecido en gran medida por la menor aversión al riesgo y por el descenso de la incertidumbre, que tiene mayor incidencia en los segmentos de alto rendimiento. Estos cambios en las variables explicativas estarían, en parte, vinculados con las políticas de apoyo desplegadas por las autoridades económicas durante la crisis. Sin embargo, parte de su efecto, en particular, el de los programas de compras de activos de los bancos centrales, no estaría recogido, lo cual justificaría que la parte no explicada se hiciera más negativa.

Los datos más recientes muestran que dichos componentes no explicados se encontraban, en valor absoluto, en torno

1 Para más detalles del modelo, véase Gálvez, J. M., e I. Roibás (2021), «Asset price misalignments in financial markets: an empirical analysis», Documento de Trabajo, Banco de España (próximamente).

2 Concretamente, se utilizan los índices de alto rendimiento (B) y grado de inversión (AAA-AA) de ICA Merrill Lynch en el área del euro y EE.UU.

3 En el caso de los EE.UU., se usa la deuda corporativa publicada en la página web de la Reserva Federal de St. Louis (FRED). En el caso del área del euro, se usa la deuda corporativa publicada en Eurostat.

4 En particular, se toma el primer componente principal del VIX y VSTOXX, que explica el 73 % de la variación de ambos.

5 Los coeficientes estimados de los modelos de valoración de bonos corporativos son significativos al 1 %.

6 El valor estimado de la prima de riesgo de crédito corporativa se calcula como una media ponderada de la estimada por los distintos modelos, que incorporan las variables explicativas valor de la empresa e incertidumbre a distintos plazos (2 o 3 años), donde las ponderaciones reflejan el poder predictivo de cada modelo (en términos del R²).

7 Aunque en los gráficos la parte no explicada por el modelo está calculada en forma de desviaciones sobre su media, hay que tener en cuenta que la media de este componente es cercana a 0 por construcción.

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS Y DE SUS DETERMINANTES (cont.)

Gráfico 1
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)
GRADO DE INVERSIÓN. ÁREA DEL EURO

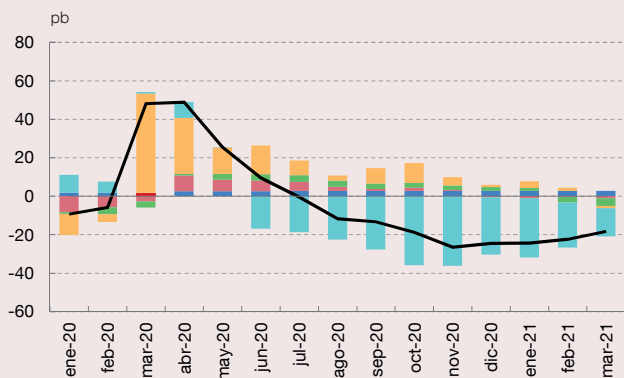


Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)
ALTO RENDIMIENTO. ÁREA DEL EURO

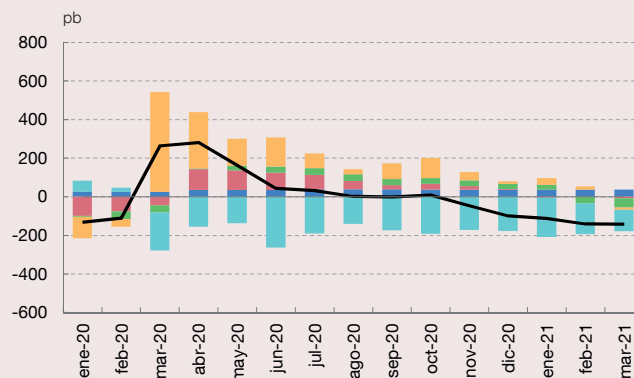


Gráfico 3
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)
GRADO DE INVERSIÓN. EE.UU.

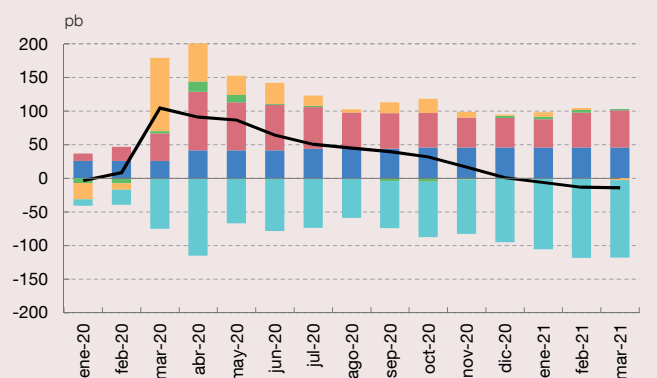
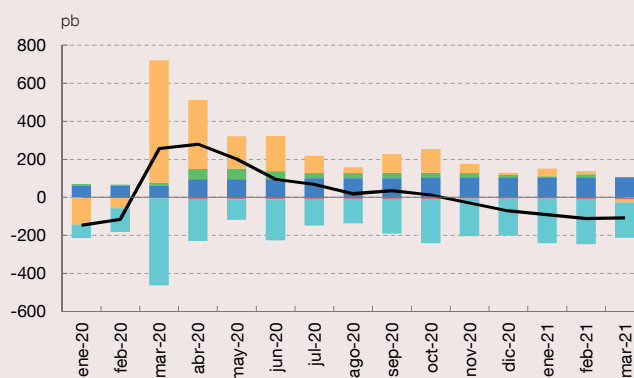


Gráfico 4
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)
ALTO RENDIMIENTO. EE.UU.



■ APALANCAMIENTO ■ INCERTIDUMBRE ■ VALOR DE EMPRESA ■ AVERSIÓN AL RIESGO ■ NO EXPLICADO ■ VALOR OBSERVADO

FUENTE: Datastream.

a Las descomposiciones están basadas en una media ponderada de distintos modelos de valoración de bonos corporativos. La aversión al riesgo es el primer componente de VIX y VSTOXX. El factor no explicado es la diferencia del valor observado y el valor predicho por el modelo de bonos corporativos. El valor observado de las primas de riesgo y las descomposiciones están calculadas en desviaciones sobre la media histórica del periodo enero 2001 a marzo 2021 (para EE.UU.) y del periodo noviembre 2001 a marzo 2021 (para el área del euro).

a los 15 pb y 112 pb en el segmento de grado de inversión y alto rendimiento, respectivamente, en la UEM, y a los 115 pb y 185 pb en los correspondientes segmentos en EE.UU. En el caso de los mercados de EE.UU., estos niveles se sitúan cerca de los máximos de estas series desde 2001, y son superiores a los que se observaron en los años anteriores a la crisis financiera global.

En resumen, los niveles actuales de las primas de riesgo crediticias son más reducidos de lo que cabría esperar a juzgar por la relación histórica entre estas y sus variables explicativas, especialmente en el caso de los bonos

corporativos de EE.UU. y de los de alto rendimiento en la UEM. Esto podría obedecer, en buena medida, a las medidas de apoyo público, en particular a la política monetaria, o a unas expectativas más optimistas sobre la evolución económica futura que las recogidas en las variables de los modelos utilizados. Así, eventuales cambios adversos en las expectativas de los inversores sobre la marcha de la economía o la duración de las medidas de apoyo público podrían traducirse en correcciones en los precios de los bonos corporativos, lo que impactaría negativamente tanto sobre las condiciones de financiación de los emisores de estos títulos como sobre el valor de las carteras de sus tenedores.

HETEROGENEIDAD EN LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO BANCARIO DE PERSONAS FÍSICAS Y EMPRESAS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19

La irrupción de la pandemia de COVID-19 está teniendo un impacto muy heterogéneo tanto sobre las empresas como sobre las personas físicas, en función de su distinta vinculación a actividades económicas más o menos afectadas por la situación sanitaria. Sin embargo, las diferencias previas a la crisis en términos de fortaleza financiera de las empresas, o de nivel de renta, patrimonio y estabilidad en el empleo de las personas físicas, interaccionan con el *shock* sobre rentas que ha supuesto la pandemia, y pueden generar efectos diferenciales en términos de necesidades de financiación y deterioro de la capacidad de pago.

Aquellos agentes con un mayor deterioro relativo de su renta, podrían tener que recurrir a más deuda para cubrir sus gastos a corto plazo, lo que implicaría un aumento *ceteris paribus* de los riesgos financieros asumidos por los proveedores de fondos, pero evitaría efectos de segunda ronda sobre la actividad económica, al sostener el consumo y la inversión, y aumentaría la probabilidad de preservar empresas y empleos.

Sin embargo, si el deterioro de las expectativas de generación de rentas a más largo plazo es suficientemente severo, la contracción de la demanda solvente de crédito, o una respuesta más restrictiva de la oferta ante los mayores riesgos percibidos, podría llevar a una reducción de la deuda de estos sectores. *Ceteris paribus*, los riesgos de crédito asumidos por los intermediarios financieros de forma inmediata con respecto a estas contrapartes serían menores, pero podría incrementarse la posibilidad del cierre de empresas y de fuertes contracciones del consumo en algunos hogares. En consecuencia, es una cuestión empírica determinar cuál de estos dos posibles patrones teóricos está predominando.

La presencia de medidas de apoyo, como las moratorias de pago, o los avales ICO al crédito empresarial (analizados en más detalle en los Recuadros 2.1 y 2.2), puede apoyar el acceso de los agentes más afectados al crédito bancario, pero su distribución última por tipos de empresas

y hogares dependerá de nuevo del comportamiento relativo de la oferta y la demanda.

La Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), en combinación con otras fuentes de información, como la Central de Balances del Banco de España y los Registros Mercantiles (CBBE-RM), contiene información suficientemente desagregada para llevar a cabo un estudio preliminar de la heterogeneidad en la respuesta del endeudamiento bancario de distintos tipos de personas físicas y empresas a la pandemia del COVID-19.

Como se puede apreciar en el gráfico 1, las diferencias de crecimiento del crédito por sector de actividad son significativas, con una tasa de variación 5,8 pp superior en los sectores más sensibles a la pandemia¹. La presencia de avales ICO aparece asociada a un mayor crecimiento del crédito a empresas (cerca de 30 pp superior tanto en el total de sectores como en los más sensibles)². En cuanto a las características empresariales, se ha analizado el efecto de la edad de la empresa, su ratio de capital (fondos propios sobre activo), su coste medio de la deuda, su ROA y su productividad del trabajo (ventas netas sobre empleados)³. Para cada una de ellas, se ha dividido a las empresas en dos grupos, bajo y alto, en función de su posición con respecto a la mediana de la distribución, computando la tasa de variación ponderada de la variable relevante para cada uno de esos dos grupos.

Se puede observar que la tasa de variación del crédito ha sido algo más alta para las empresas más jóvenes; más elevada también para las empresas de menor coste medio de la deuda, más rentables y más productivas; y bastante mayor para las empresas menos endeudadas (véase gráfico 1). Estas diferencias de comportamiento entre las empresas no financieras con distinto nivel de fortaleza financiera aumentan cuando se analizan exclusivamente los sectores más sensibles a los efectos de la pandemia. Todo ello sugeriría que, en general, en el último año, no serían las empresas más vulnerables las

1 Para este estudio, se considera como sectores sensibles a industrias manufactureras (excluyendo Industrias de la alimentación, bebidas y tabaco), comercio al por mayor y al por menor y reparación de vehículos, transporte y almacenamiento, hostelería, actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento. Se trata de una clasificación de sensibilidad a priori en base a la naturaleza de la actividad, no una medición ex-post del grado de afectación en 2020.

2 El gráfico 3 del Recuadro 2.1 examina las diferencias en las características de las empresas que han optado a avales ICO con respecto a la población general de empresas mostrando que las primeras muestran en general un mayor perfil de riesgo.

3 Los datos de CBBE-RM corresponden a 2018 (última fecha disponible con una muestra de empresas representativa), pero los datos macroeconómicos hacen que parezca razonable asumir que la situación financiera de empresas se mantuvo estable en 2018-2019. Esta disponibilidad de datos implica también que el estudio cubre sólo las empresas existentes antes de 2020.

HETEROGENEIDAD EN LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO BANCARIO DE PERSONAS FÍSICAS Y EMPRESAS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19 (cont.)

Gráfico 1
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO BANCARIO EN 2020
DIFERENCIAS POR CARACTERÍSTICAS DE EMPRESA DI, Negocios en España (a)

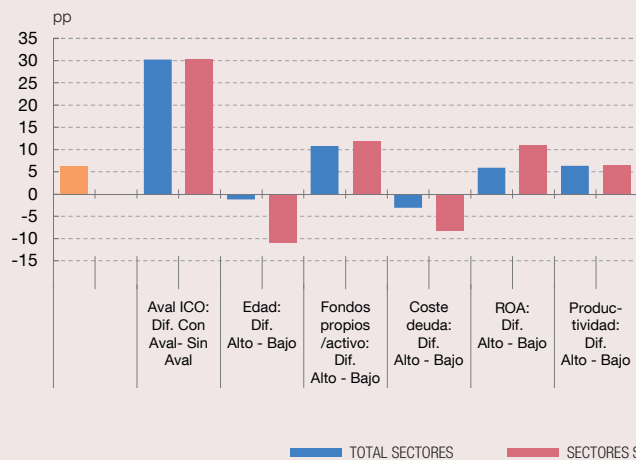


Gráfico 2
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO BANCARIO PROBLEMÁTICO EN 2020
DIFERENCIAS POR CARACTERÍSTICAS DE EMPRESA DI, Negocios en España (a) (c)

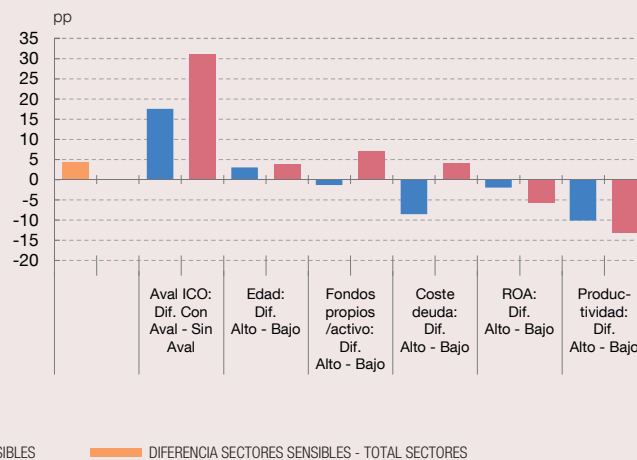


Gráfico 3
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO BANCARIO EN 2020
DIFERENCIAS POR CARACTERÍSTICAS DE PERSONA FÍSICA DI, Negocios en España (b)

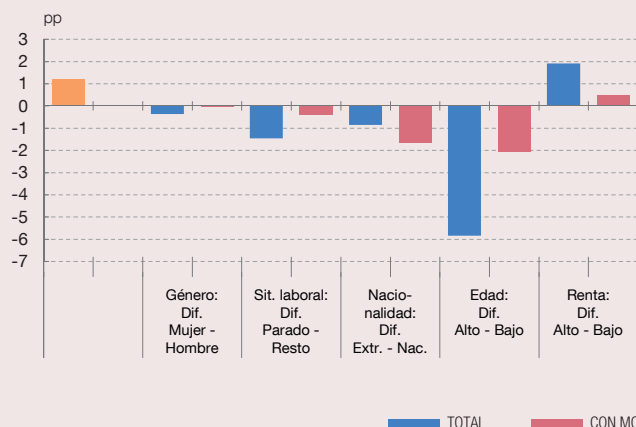
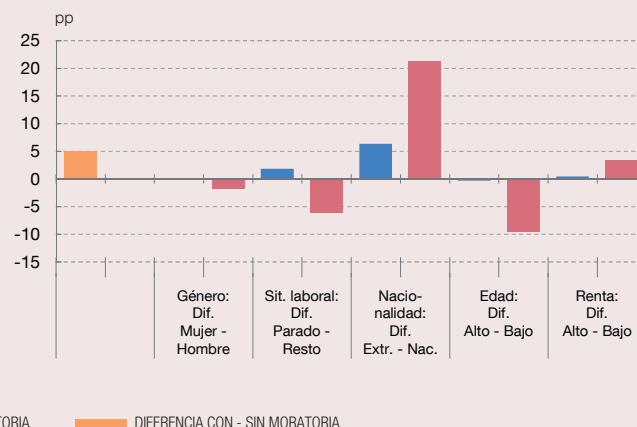


Gráfico 4
VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO BANCARIO PROBLEMÁTICO EN 2020
DIFERENCIAS POR CARACTERÍSTICAS DE PERSONA FÍSICA DI, Negocios en España (b) (c)



FUENTES: CIRBE, CBBE, INE y Banco de España.

- a Se presentan las diferencias en pp en las tasas de variación entre las sociedades no financieras clasificadas en dos grupos (alto, bajo) en función de su posición con respecto a la mediana de cada variable financiera dentro de la muestra de estudio (por ejemplo, ROA alto si es superior a la mediana y ROA bajo si es inferior a la misma). Las características financieras se obtienen de CBBE (última muestra completa de 2018, con lo que las variables reflejan la situación financiera previa a la crisis). El indicador Aval ICO divide a las empresas de la muestra en función de si tienen algún préstamo avalado por el ICO. Para este estudio, se considera como sectores sensibles a industrias manufactureras (excluyendo Industrias de la alimentación, bebidas y tabaco), comercio al por mayor y al por menor y reparación de vehículos, transporte y almacenamiento, hostelería, actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento.
- b Se presentan las diferencias en pp en las tasas de variación entre personas físicas clasificadas de acuerdo con características relacionadas con su renta y capacidad de pago. Cada característica o bien es dicotómica o permite formar dos grupos (alto, bajo) con las personas físicas en función de su posición con respecto a la mediana. El indicador de Moratoria identifica si la persona física ha tenido en algún momento de 2020 algún préstamo acogido a moratoria. La renta de la persona física se imputa a partir del cruce con los datos del INE sobre renta por código postal. La comparación de diferencias por características de la persona física se lleva a cabo tanto para el total como sólo para aquellas personas que se han acogido a alguna moratoria.
- c Se definen como activos problemáticos aquellos en situación de dudoso o con vencidos, aunque sean inferiores a 30 días. En el gráfico 2, para el conjunto de sectores sensibles, la muestra se ha corregido por la presencia de outliers, al disponerse de una muestra más reducida.

HETEROGENEIDAD EN LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO BANCARIO DE PERSONAS FÍSICAS Y EMPRESAS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19 (cont.)

que han visto crecer más su deuda bancaria, sino que habrían primado la contención de riesgos financieros, aumentando la exposición a aquellas empresas con mayor fortaleza. La presencia también de factores de demanda significativos se aprecia en el mayor crecimiento de crédito en los sectores sensibles y entre las empresas más jóvenes (una mayor edad aparece relacionada con un menor crecimiento). Estos resultados sugieren también que, en ausencia de medidas de apoyo, el crédito de las empresas más vulnerables habría presentado un mayor diferencial negativo de crecimiento.

En cuanto al crédito problemático, para el que se considera en este análisis el crédito dudoso y vencido⁴, destacan las diferencias en términos de crecimiento para el ROA y la productividad, dándose menores tasas de variación para las empresas con una mejor posición en cada una de estas métricas (véase gráfico 2)⁵. Se observa también que ha habido una mayor materialización ex-post del riesgo de crédito entre aquellas empresas que han accedido a avales ICO. Dentro de los sectores sensibles, se observa que una mayor fortaleza financiera (por ejemplo, mayor ROA o productividad) está asociada a una menor tasa de variación de créditos problemáticos, de forma todavía más clara que en el conjunto de la población de empresas. Las empresas en sectores sensibles con mayor coste de la deuda muestran un comportamiento diferencialmente peor de su crédito. Sin embargo, la disrupción introducida por la pandemia puede hacer en algunos casos que la situación financiera previa a la crisis tenga menor capacidad explicativa ex-post sobre el riesgo de crédito realizado⁶. Por ejemplo, para el total de sectores de actividad, se observa un mayor crecimiento del crédito problemático para empresas que tenían un menor coste ex-ante de la deuda.

De igual forma, se ha realizado un ejercicio análogo para las personas físicas, analizando el efecto de la edad, el género, la situación laboral, nacionalidad y su nivel de

renta aproximado por la renta media en el código postal de su residencia, dado que existe evidencia previa en la literatura de que los jóvenes, las mujeres, los trabajadores extranjeros y, lógicamente, los parados podrían haber experimentado un mayor recorte de sus rentas durante esta crisis, debido en unos casos a la tipología de buena parte de sus contratos laborales y, en otros, a su presencia en los sectores más afectados.

En el Gráfico 3 se puede apreciar cómo los parados, extranjeros, personas de más edad o renta más baja han registrado una mayor caída del crédito total. En cambio, no se aprecian diferencias significativas por género. La presencia de moratorias ha contribuido a una evolución más positiva del *stock* de crédito (con un crecimiento superior en 1,2 pp para aquellas personas físicas con moratoria), sobre todo en estos colectivos más vulnerables, donde se observa un comportamiento diferencial menos negativo, excepto para los extranjeros, que redujeron más su crédito total cuando accedieron a moratorias.

En cuanto a la evolución del crédito dudoso y vencido (véase gráfico 4), solo se observan diferencias relevantes de crecimiento en el grupo de parados (con tasas de variación más elevadas que el resto de personas físicas) y en el de extranjeros. En conjunto, parece que las personas físicas más afectadas económicamente por la pandemia han visto reducido más su crédito bancario que el resto, y, por el contrario, en este colectivo, se ha apreciado una menor reducción del riesgo de crédito. Entre las personas físicas que optaron a moratorias, se observa que la situación de desempleo y la menor renta están asociados a menor tasa de variación de activos problemáticos, lo que indicaría que las moratorias están previniendo la aparición de problemas de crédito en algunos de los segmentos más vulnerables. Por el contrario, la tasa de variación del crédito problemático entre los extranjeros con acceso a moratorias habría sido relativamente elevada.

4 La identificación del crédito normal en vigilancia especial, una categoría más precisa que vencido para identificar préstamos cuya calidad se ha deteriorado significativamente desde la concesión, pero no ha alcanzado el estado dudoso, fue introducida en CIRBE en 05/2020. No sería así posible estudiar el crecimiento del crédito en esta categoría con respecto a 2019, y se aplica en su lugar la calificación como vencido.

5 El resultado de mayor reducción del crédito problemático para empresas con coste de la deuda más elevado se explicaría por la ausencia de otros controles en este análisis estilizado, y podría explicarse por corresponderse a vencimientos más antiguos, o al uso de las medidas de apoyo para contener estos activos problemáticos.

6 La muestra empleada para los sectores sensibles en el gráfico 2, se corrige de *outliers* con este perfil, empresas grandes con una situación financiera relativamente favorable antes de la crisis que han entrado en situación problemática a raíz de esta. Al ser la entrada agregada en situación problemática contenida todavía, la influencia de los *outliers* se acrecienta. Con la acumulación de más trimestres, las diferencias entre grupos podrán estimarse de manera más robusta.

HETEROGENEIDAD EN LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO BANCARIO DE PERSONAS FÍSICAS Y EMPRESAS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19 (cont.)

Es necesario reconocer algunas limitaciones de este análisis. En primer lugar, la evolución de la deuda bancaria no proporciona una imagen completa de los cambios en la situación patrimonial de hogares y empresas. Además, el umbral de las operaciones exentas de declaración de 6.000 € acumulado por titular en CIRBE o la necesidad de cruzar CIRBE con CBBE-RM, base de datos a la que no reportan todas las empresas, para poder segmentar el crédito por situación financiera empresarial, hacen que no se disponga de toda la población de préstamos bancarios. Sin embargo, esta muestra es lo suficientemente representativa como para valorar si existen desequilibrios entre sectores en la evolución del crédito antes de que se materialicen en un grado significativo.

El análisis apunta a que la evolución del crédito en 2020 estaría guiada en buena medida por consideraciones

de riesgo, con un crecimiento relativamente más débil del crédito para aquellos segmentos de empresas y personas físicas más vulnerables, que habrían presentado también un peor comportamiento en términos de crecimiento de su crédito problemático. El análisis de este recuadro, complementado también por los recuadros 2.1 y 2.2, señala que la presencia de programas de apoyo como los avales del ICO y las moratorias crediticias habrían tenido un efecto significativo para contener estas tendencias, sin llegar a anularlas. Es decir, en ausencia de los programas de apoyo, los grupos de empresas y hogares con mayor perfil de riesgo se habrían probablemente enfrentado ya a una restricción de crédito. De cara al futuro, es necesario mantener un seguimiento muy cercano para detectar posibles restricciones de crédito sobre los colectivos de empresas viables, que podrían afectar a la senda de reactivación de la actividad económica.

MEDIDAS DE APOYO A LA SOLVENCIA EMPRESARIAL

La literatura económica destaca que un endeudamiento empresarial elevado puede representar un lastre para la inversión, generando efectos negativos sobre la productividad y el crecimiento económico¹. El endeudamiento elevado supone también un riesgo para la estabilidad financiera. La crisis del COVID-19 ha generado un incremento del endeudamiento empresarial que, en un contexto de perspectivas económicas todavía inciertas, puede acabar generando problemas de solvencia en determinados segmentos de empresas.

En este contexto, el Real Decreto-ley 5/2021² contempla una serie de medidas extraordinarias orientadas a apoyar la solvencia empresarial: 1) un fondo de ayudas directas de carácter finalista dotado con 7.000 millones de euros³, 2) una batería de herramientas para facilitar los procesos de reestructuración de los créditos con aval público a empresas y autónomos que lo precisen, incluyendo una línea de fondos de 3.000 millones de euros, 3) un fondo de recapitalización de empresas afectadas por el Covid dotado con 1.000 millones de euros y 4) la prórroga hasta finales de 2021 de la suspensión de la obligatoriedad de declarar concurso de acreedores para deudores en situación de insolvencia.

En cuanto a las ayudas directas, esta plantean al menos dos retos de diseño fundamentales: i) selección de las empresas receptoras de las mismas y ii) estructura de incentivos para estas empresas. Sin un criterio adecuado de selección se podría generar una mala redistribución de los recursos productivos, manteniendo en funcionamiento empresas de baja productividad o proporcionando apoyo a empresas que no lo requieren para reducir su nivel de deuda. En sentido contrario, un diseño inadecuado podría dejar fuera a empresas viables pero que se enfrentan a problemas de solvencia. La heterogeneidad en la distribución de la productividad empresarial, rentabilidad y ratio de endeudamiento previa a la crisis del COVID-19 (véanse gráficos 1 y 2) sugiere que el potencial impacto del programa sería muy distinto dependiendo de las empresas receptoras.

La introducción de criterios de elegibilidad por sector, por tamaño de empresa y con elementos de compartimentación

geográfica en el Real Decreto-ley 5/2021 estarían relacionados en cierta medida con estos criterios de selección óptima, pero su implementación determinará en qué grado se acaba aproximando a estos, dado que el nivel de endeudamiento no se tiene en cuenta de forma explícita, siendo esta una medida clave para valorar la solvencia empresarial. Por otra parte, no es descartable que existan empresas viables con problemas de solvencia derivados de la crisis que operan en sectores que no se encuentran entre los más afectados por la crisis y que pudieran quedar, por tanto, fuera del universo elegible de las ayudas. Sin embargo, la modificación posterior del programa de ayudas, habilitando a las administraciones regionales a extender la concesión de ayudas a otros sectores no contemplados inicialmente en el Real Decreto-ley 5/2021 limita esta posibilidad⁴.

Por otra parte, el fondo de ayudas directas se destina a empresas y empresarios individuales solventes (de acuerdo con el criterio de no haber presentado bases impositivas negativas en IRPF o Impuesto de Sociedades en 2019), bajo un compromiso de mantenimiento de la actividad. Este requisito de una base imponible positiva en 2019 estaría correlacionado con la productividad, pero es una medida retrospectiva y parcial, que podría dejar fuera a empresas jóvenes o que en ese año llevaron a cabo importantes proyectos de inversión⁵.

En este contexto, resulta particularmente relevante la ejecución rápida y homogénea de estas ayudas, y que los mecanismos de reparto se adecúen para focalizar selectivamente las ayudas precisamente en las empresas viables pero con problemas de solvencia. También es necesaria la flexibilidad en el volumen y uso de fondos comprometidos, para adaptarse a la propia evolución de la pandemia y a la eventual materialización de los riesgos.

La segunda de las líneas de actuación, la reestructuración de las deudas bancarias avaladas por el ICO, pretende aliviar la carga financiera de empresas viables con problemas puntuales de solvencia, ya sea mediante, primero, la extensión del plazo del préstamo avalado, la conversión del

1 Véase Myers, S. C., 1977, *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, Vol. 5, Issue 2, pp. 147-175.

2 Véase publicación en el BOE del Real Decreto-ley 5/2021.

3 Este fondo facilitaría la cobertura de gastos fijos (suministros, proveedores, etc.) y, en el caso de existir un remanente después de cubrir estos, también los nuevos compromisos de deuda adoptados después de marzo de 2020.

4 El anuncio del Acuerdo del Consejo de Ministros de 20 de abril de 2021 autoriza a las comunidades autónomas y a las ciudades de Ceuta y Melilla a conceder ayudas a empresas en sectores distintos de los 95 inicialmente fijados por el Real Decreto-ley 5/2021 en base al porcentaje del empleo en los mismos bajo ERTE, y a la persistencia del uso de ERTE desde el inicio de la pandemia.

5 El anuncio del Acuerdo del Consejo de Ministros de 20 de abril de 2021 ha autorizado posteriormente la concesión de ayudas, con carácter excepcional, a empresas con bases impositivas negativas en 2019.

MEDIDAS DE APOYO A LA SOLVENCIA EMPRESARIAL (cont.)

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD DE EMPRESAS NO FINANCIERAS PREVIA A LA PANDEMIA DE COVID-19 (a)

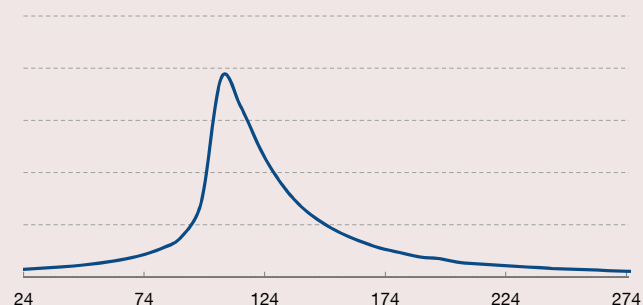
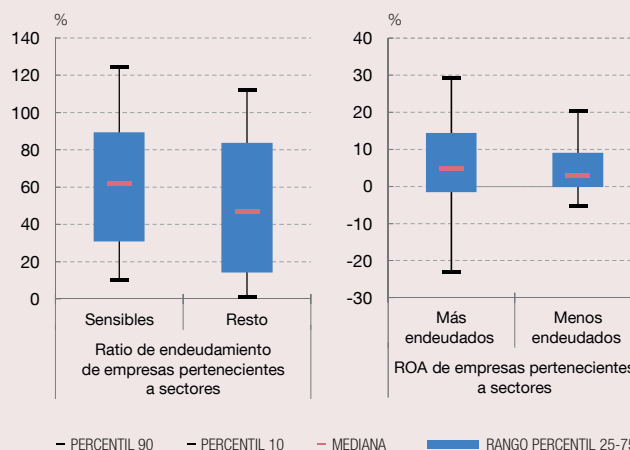


Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DE LAS RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y RENTABILIDAD DE EMPRESAS NO FINANCIERAS PREVIA A LA PANDEMIA DE COVID-19 (b)



FUENTES: CBBE-RM, CIRBE y Banco de España.

- a La productividad se mide como la ratio de valor añadido bruto entre gastos de personal (en porcentaje). Los datos se corresponden a 2018, último año con una muestra representativa disponible en CBBE-RM. La función de densidad se aproxima con un estimador kernel que permite una representación continua y suavizada de la misma.
- b La ratio de endeudamiento mostrada corresponde a la suma del pasivo corriente y no corriente sobre el total de activos. Los sectores más sensibles a la crisis de la COVID-19 pertenecen a las actividades manufactureras (excluyendo industrias de la alimentación, bebidas y tabaco), transporte y almacenamiento, hostelería, comercio y reparación de vehículos y otros servicios (actividades artísticas, recreativas y entretenimiento). Los sectores más (menos) endeudados son los que presentan una ratio de endeudamiento mayor (menor) que el percentil 75 (25) de la distribución de sectores según la clasificación CNAE-2 dígitos.

mismo en un préstamo participativo⁶ y, excepcionalmente, mediante la reducción de su principal. La línea constituida al efecto, de forma coordinada con las entidades financieras prestamistas, está sujeta a la asunción por las mismas de su parte alícuota y a la suscripción de un código de buenas prácticas. El código de buenas prácticas debe preservar la capacidad que tienen los bancos para utilizar la mayor información que las entidades tienen sobre sus acreditados.

El tercer componente del decreto, el fondo de recapitalización, complementa, en el ámbito de las empresas medianas, la actuación del fondo para empresas estratégicas gestionado por la SEPI.

En resumen, estas medidas tienen el potencial de contribuir a preservar el tejido productivo, pero su implementación es compleja y su impacto dependerá de una correcta selección de las empresas participantes. Además, cuanto más rápida sea su implementación mayor será su efectividad. En este sentido, el mecanismo de selección relativamente sencillo en las medidas adoptadas, tendría la potencial virtud de facilitar una implementación rápida de las mismas. Finalmente, también hay que tener presente que, si la situación macroeconómica resulta ser peor de lo esperado, podría ser necesario recalibrar su tamaño y criterios de selección.

⁶ El préstamo participativo es un instrumento financiero intermedio entre un instrumento de deuda y uno de capital. Algunas de sus características ventajosas para el prestatario incluyen: 1) consideración como patrimonio neto a los efectos de la legislación mercantil lo que ayudará a evitar o retrasar la liquidación de la sociedad, 2) en el caso de liquidación, su prioridad de pago se sitúa por detrás de la de los acreedores normales y 3) los intereses devengados, tanto fijos como variables, se podrán deducir de forma general del impuesto de sociedades.

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

El capítulo 2 de este IEF se centra en analizar la evolución del sector bancario español y del resto de intermediarios financieros durante 2020, un año en el que la pandemia del Covid-19 ha tenido un impacto significativo sobre el sistema financiero, que la respuesta de la política económica ha amortiguado en buena medida. Así, el crédito creció en España durante el año y los activos dudosos continuaron descendiendo. Sin embargo, esta evolución está muy condicionada por los programas de apoyo al crédito (avales públicos y moratorias crediticias), cuya evolución es necesario monitorizar cuidadosamente. El impacto de la pandemia sobre la actividad bancaria y las perspectivas económicas, así como varios ajustes extraordinarios, provocaron que la rentabilidad del sector bancario fuera negativa en 2020, aunque con heterogeneidad entre entidades. No obstante, esta evolución desfavorable de la rentabilidad no se tradujo en un empeoramiento de la solvencia del sector, y las ratios de capital aumentaron, apoyadas en parte en la reforma europea de requerimientos de capital y la recomendación de las autoridades sobre restricciones en la distribución de dividendos. Por lo que respecta al sector financiero no bancario, los flujos netos aportados a los fondos de inversión se estabilizaron en la segunda mitad del año, si bien estos intermediarios estarían expuestos al riesgo de cambios abruptos en las condiciones de los mercados financieros. Las interconexiones existentes entre subsectores financieros a través de las tenencias comunes de valores negociables, particularmente aquellas en el límite de grado de inversión, constituyen un potencial canal de propagación de este riesgo.

2.1 Las entidades de depósito

2.1.1 Estructura de balance, vulnerabilidades y riesgos

Riesgo de crédito

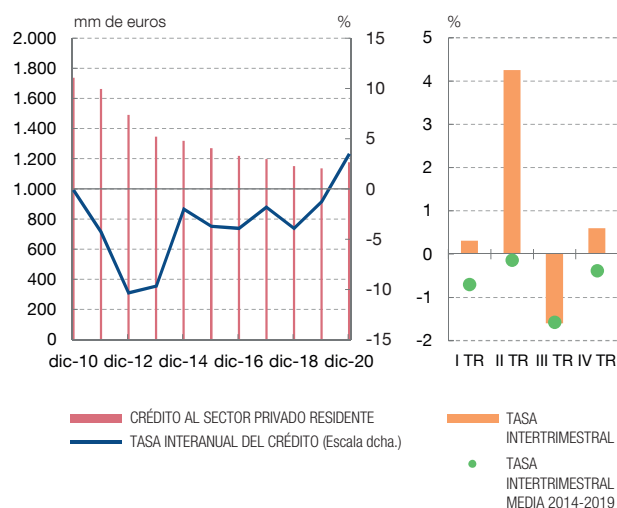
El saldo vivo de crédito de las entidades de depósito al sector privado en España creció en el conjunto de 2020, si bien se observó un menor dinamismo en la segunda mitad del año. La tasa de crecimiento interanual se situó en el 3,5%¹, si bien, la expansión del crédito fue especialmente fuerte en el segundo trimestre, coincidiendo con un despliegue más intenso del programa de avales ICO

¹ El crecimiento en diciembre de 2020 se ve afectado por una operación corporativa de absorción de un establecimiento financiero de crédito (EFC) por parte de una entidad de depósito (ED) significativa. De todas formas, el crecimiento excluyendo esta operación es de 2,9% para el conjunto de 2020.

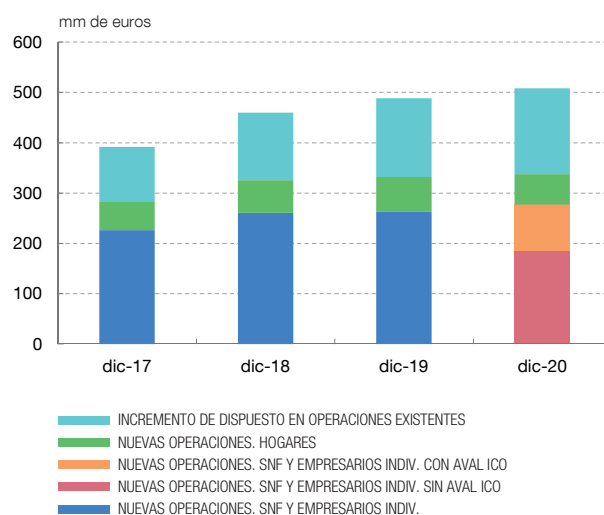
LAS MEDIDAS DE APOYO HAN SOSTENIDO EL FLUJO DE CRÉDITO NUEVO EN 2020, CONTRIBUYENDO ASÍ AL CRECIMIENTO DEL STOCK EN EL AÑO, CONCENTRADO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

El stock de crédito de las entidades de depósito (ED) al sector privado residente en España creció un 3,5 % en 2020, si bien en la segunda mitad del año ha mostrado cierta atonía. El volumen de crédito nuevo concedido fue un 4,1 % superior al de 2019. El crédito a la actividad empresarial con aval del ICO ha representado un 34 % del crédito dispuesto en las nuevas operaciones con sociedades no financieras y empresarios individuales, contribuyendo así de forma crítica a evitar una contracción de la financiación al sector privado.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN NEGOCIOS EN ESPAÑA, DI



2 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES. HOGARES, SNF Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

al crédito empresarial² (véase gráfico 2.1). Este dato supone el primer avance del crédito bancario en España desde 2008, y refleja la capacidad que ha tenido el sector bancario de cubrir las demandas de liquidez de hogares y empresas, así como el efecto de las medidas de política económica adoptadas para paliar los efectos negativos de la crisis, en particular los programas de apoyo al crédito (avales del ICO y moratorias).

El crédito nuevo total concedido durante el año pasado a hogares y sociedades no financieras y empresarios individuales superó al otorgado en 2019 en un 4,1 %. Sin embargo, el comportamiento fue dispar en sociedades no financieras (SNF) y empresarios individuales, donde aumentó un 6,6 %, y en hogares, que reflejaron un descenso del 5,6 %. El volumen de crédito dispuesto en operaciones vinculadas con las líneas de avales del ICO representó el 18 % del total del crédito nuevo otorgado por las entidades de depósito en España en 2020 (véase gráfico 2.1), y el 34 % del crédito por nuevas

2 El Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, aprobó una línea de avales del Estado de hasta 100.000 m €, para facilitar el mantenimiento del empleo y paliar los efectos económicos de la crisis sanitaria. El Real Decreto-ley 25/2020 aprobó una segunda línea para cubrir necesidades de financiación por nuevas inversiones. El Real Decreto-ley 34/2020 amplía los plazos de solicitud y mejora las condiciones de las líneas de avales aprobadas previamente.

operaciones concedidas a SNF y empresarios individuales. Esta evolución ha venido sostenida también de forma más amplia por el conjunto de las medidas fiscales y monetarias en respuesta a la crisis del COVID-19. Como ya se ha recogido en el capítulo 1, la evolución de la deuda bancaria ha sido heterogénea entre distintos grupos de hogares y empresas, cuyo endeudamiento resultante representa un grado distinto de vulnerabilidad en función de sus características de renta y situación financiera.

Los préstamos dudosos al sector privado residente continuaron descendiendo en 2020, si bien en menor medida que en los años precedentes. El *stock* de este tipo de activo problemático se redujo un 3,8 % en tasa interanual (véase gráfico 2.2), frente a los descensos observados en 2018 (-29,1 %) y 2019 (-19,1 %). La fuerte contracción de la economía española causada por la pandemia del COVID-19 explica este peor comportamiento relativo de los dudosos en el último año. Durante el año, se produjo un repunte puntual en el segundo trimestre, antes de retomar la senda descendente asociada a algunas operaciones de venta de estas carteras.

El flujo neto de préstamos dudosos fue menos negativo que el del año previo, con tasas comparables de entrada y salida en esta calificación. Las entradas en dudoso se redujeron ligeramente con respecto a 2019 pero las recuperaciones y salidas a fallido han descendido, lo que junto con un menor número de operaciones de venta de activos, ha propiciado la estabilidad del saldo de dudosos. En comparación con las dos crisis precedentes en la economía española, en las que los dudosos subieron con fuerza durante el primer año de las mismas, con una menor contracción de la economía, no se observa en la actual crisis, por el momento, un incremento de estos activos problemáticos (véase gráfico 2.2). Es muy posible que en los próximos trimestres se observe un aumento significativo de las entradas en dudoso, que las salidas de esa situación no puedan compensar.

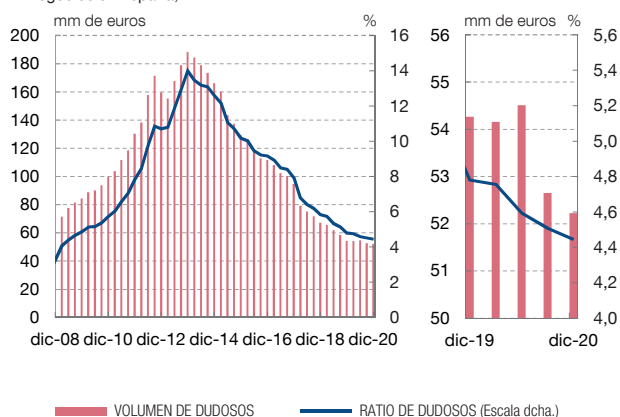
La ratio de dudosos también continuó descendiendo, de nuevo de forma más moderada que en los últimos años, confirmándose el cambio en sus determinantes observado desde mediados de 2020. La caída moderada del saldo de dudosos en el numerador de la ratio junto al comentado crecimiento del crédito en el denominador produjo que la ratio de dudosos continuara su senda descendente de los últimos años, hasta situarse en el 4,4 % (0,4 pp menos que en diciembre de 2019). En la medida en que no se mantenga el actual ritmo de crecimiento del crédito o que la cifra de dudosos aumente por el empeoramiento de las condiciones financieras de los agentes económicos, la ratio de dudosos podría incrementarse en los próximos meses, especialmente en aquellos sectores más afectados por la pandemia.

Las medidas de apoyo de la política económica adoptadas para mitigar los efectos negativos de la pandemia, explicarían en gran medida la menor sensibilidad de las tasas de dudosos a la evolución de la actividad. Como ya se

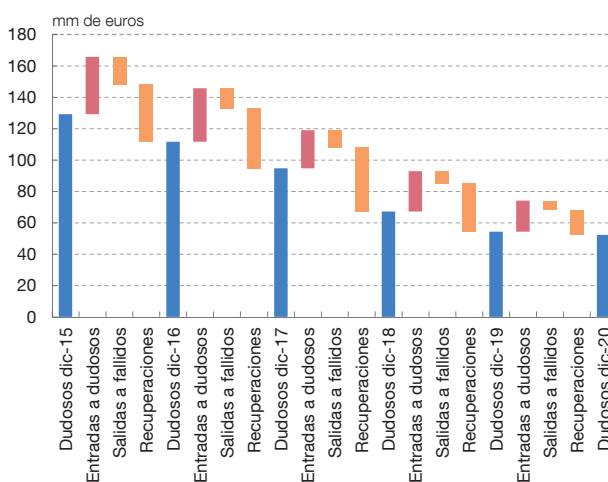
LOS DUDOSOS MODERARON SU CAÍDA CON RESPECTO A OTROS AÑOS, Y LA RATIO DE DUDOSOS CONTINUÓ DESCENDIENDO POR EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO, SI BIEN SE OBSERVAN ALGUNAS SEÑALES TEMPRANAS DE DETERIORO

Los dudosos descendieron menos que en años anteriores por el impacto de la pandemia de COVID-19, que se tradujo en menores recuperaciones que apenas compensaron la entrada de nuevos créditos dudosos. En comparación con otras crisis pasadas, cuya repercusión sobre los activos dudosos fue más rápida, en esta crisis se está amortiguando dicho impacto por las medidas de mitigación de los efectos de la pandemia. La ratio de dudosos continuó descendiendo debido, además, al crecimiento observado en el crédito. No obstante, las refinanciaciones frenan su ritmo de reducción y aumentan con fuerza los créditos en vigilancia especial y los dudosos en segmentos específicos, como el de consumo, lo que advierte de la posibilidad de que la cifra de dudosos repunte en el futuro.

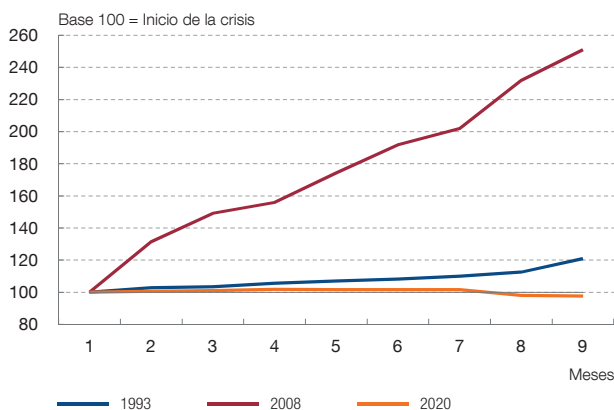
1 DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI



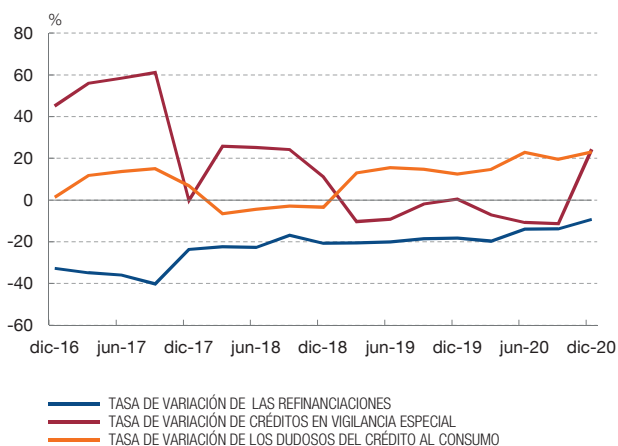
2 FLUJOS DE ENTRADA Y SALIDA DE ACTIVOS DUDOSOS (a)



3 EVOLUCIÓN DE LOS DUDOSOS DESDE EL INICIO DE CADA CRISIS



4 SEÑALES DE DETERIORO TEMPRANO EN EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

a Las recuperaciones de dudosos incluyen tanto el crédito dudoso que vuelve a normal, como activos adjudicados o posibles ventas de la cartera de dudosos a terceros.

ha discutido en el capítulo 1, medidas como los ERTE, las moratorias tributarias, los programas de avales o de moratorias de obligaciones financieras están específicamente diseñadas para mejorar la capacidad de pago de las empresas y se han mostrado efectivas hasta el momento. Sin embargo, una parte de los efectos de estas medidas podría ser puramente transitoria y, además, como se ha

mencionado, un alargamiento de la situación de freno de la actividad económica, especialmente en algunos sectores, acabaría por producir, en los próximos trimestres, incrementos más notables de los préstamos dudosos ante el empeoramiento de la solvencia de empresas y los hogares. Este deterioro de la cartera crediticia podría condicionar la oferta de crédito de las entidades, con el impacto que esto podría tener en la fortaleza de la recuperación. En este sentido, es necesario hacer un seguimiento continuado de las exposiciones vinculadas a los programas públicos de avales al crédito empresarial (véase Recuadro 2.1) y de moratorias (véase Recuadro 2.2), para medir su alcance y la vigencia de sus efectos mitigadores.

Se observaron también algunas señales de deterioro de la calidad crediticia de distinta intensidad en la evolución de préstamos refinanciados y en vigilancia especial, así como en el crédito dudoso de segmentos específicos.

Aunque los créditos refinanciados y reestructurados continuaron descendiendo en 2020 en tasa interanual, estos descensos han sido mucho más moderados desde el inicio de la pandemia, lo que podría indicar un mayor uso de los mismos por las entidades para mitigar las dificultades de pago por parte de algunos acreditados. Por su parte, los créditos en vigilancia especial, que proporcionan una señal más específica de deterioro, se incrementaron notablemente en 2020, especialmente en el último trimestre³. Es igualmente relevante notar la aceleración que se produjo en 2020 en el crecimiento del crédito dudoso de la cartera de consumo.

Las entidades de depósito españolas elevaron en el último año su volumen total de activos a nivel consolidado en un 3,5%, a pesar de ver reducido el stock del crédito al sector privado (véase anejo 1). Este menor crédito al sector privado fue consecuencia del descenso para el conjunto de países extranjeros con mayor presencia significativa de las entidades de depósito españolas, y no del crédito en España donde se ha constatado una evolución expansiva. En particular, los activos financieros en el extranjero (que representan la mitad de los activos financieros consolidados) retrocedieron un 4,8% en 2020 (frente al aumento del 9,2% de hace un año), en parte, por las decisiones de desinversión en ciertos países que adoptaron algunas entidades y también por la evolución cambiaria.

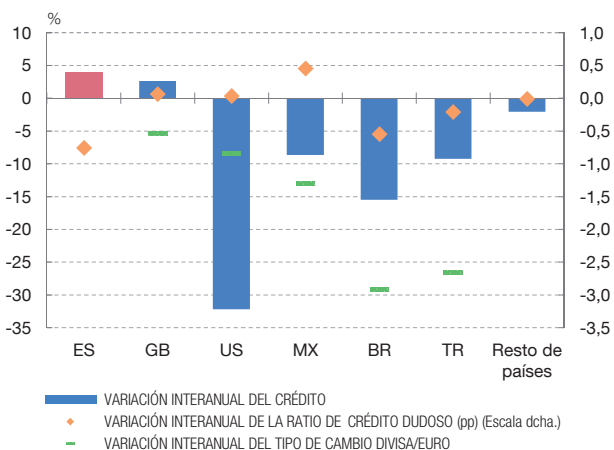
El negocio exterior de las principales entidades de depósito españolas se vio afectado negativamente por la pandemia del COVID-19, condicionado por la depreciación de las divisas distintas del euro, en particular de los países emergentes. El volumen del crédito en el principal país con presencia de las entidades de depósito españolas (Reino Unido) se vio menos afectado que el observado en México, Brasil o Turquía, en parte, por la mayor depreciación de las divisas de estos países en el último año. De hecho, en estos tres países, se observaron

³ De acuerdo con la circular 4/2017, un crédito se clasifica en vigilancia especial cuando, aún sin haberse producido ningún evento de incumplimiento, se haya observado un incremento significativo del riesgo de crédito desde el momento de la concesión.

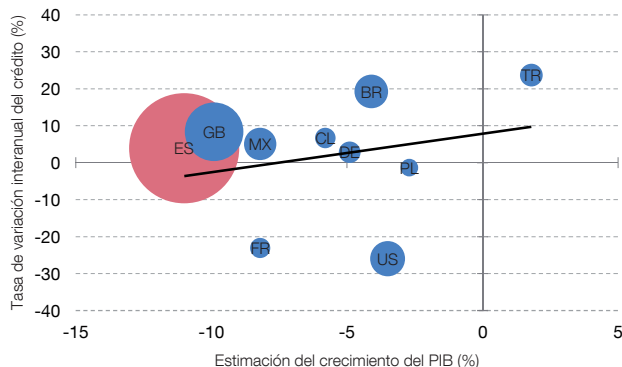
EL VOLUMEN DEL CRÉDITO EN EL EXTERIOR DE LAS PRINCIPALES ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS SE HA VISTO AFECTADO NEGATIVAMENTE POR LA PANDEMIA DE COVID-19, LA DESINVERSIÓN PARCIAL EN EE.UU. Y LA APRECIACIÓN DEL EURO, SI BIEN LOS PROGRAMAS DE APOYO AL CRÉDITO HAN CONTRARRESTADO EN PARTE ESTOS IMPACTOS

El volumen del crédito en los principales países emergentes con presencia de entidades de depósito españolas ha caído en el último año por el impacto de la pandemia del COVID-19 y también por la depreciación de sus divisas frente al euro, mientras que ha crecido en Reino Unido, y la caída en EE.UU. es resultado de la decisión de desinversión adoptada por uno de los principales bancos españoles. No obstante, sin tener en cuenta el efecto del tipo de cambio, se observa un crecimiento del crédito en tasa interanual, y, en general, una relación positiva entre la tasa de variación interanual del crédito y la estimación del crecimiento del PIB, aunque con distinta dinámica según las medidas de apoyo al crédito adoptadas por los distintos países. Por otra parte, la ratio de crédito dudoso se ha reducido en todos los países relevantes, salvo en Reino Unido y, especialmente, en México.

1 CRÉDITO Y RATIO DE CRÉDITO DUDOSO EN ESPAÑA Y EN EL EXTERIOR
Variación interanual. Datos consolidados. Diciembre de 2020 (a)



2 VARIACIÓN DEL CRÉDITO EN MONEDA LOCAL Y ESTIMACIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB (a) (b) (c)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



FUENTES: Banco de España y FMI (WEO de abril de 2021).

- a Los datos de los paneles se refieren a los cuatro principales grupos bancarios españoles con negocio exterior significativo.
- b Tasa de variación del crédito en euros constantes, ajustada por la variación interanual del tipo de cambio (i.e.: tasa de variación del crédito = $[\text{crédito}_{\text{dic-20}} \times (\text{tc}_{\text{€/divisa dic-20}} / \text{tc}_{\text{€/divisa dic-19}})] / \text{crédito}_{\text{dic-19}} - 1$).
- c El tamaño de los círculos refleja el volumen del crédito ajustado en diciembre de 2020 en cada país (i.e.: Reino Unido, 402 mm de euros).

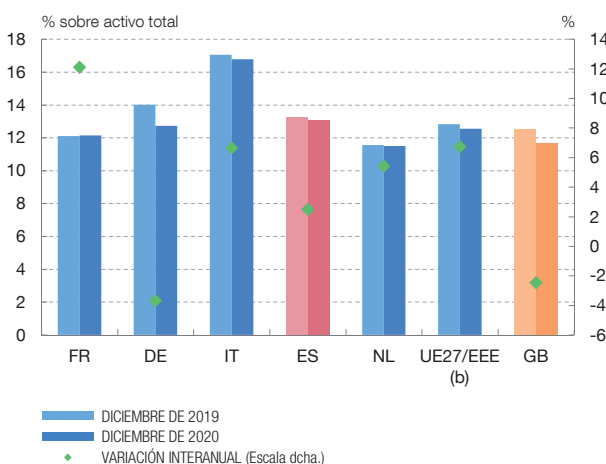
aumentos del volumen de crédito en moneda local, si bien no compensaron el efecto negativo de las depreciaciones. La fuerte caída del crédito en EE.UU. fue resultado de la decisión de desinversión adoptada por una de las principales entidades de depósito españolas, con su consiguiente reclasificación a activos no corrientes en venta. Asimismo, la ratio del crédito dudoso se redujo en los principales países, excepto en México (véase gráfico 2.3.1), donde se situaba en diciembre de 2020 en el 2,6%, muy por debajo del 6,4% de Turquía. Por otra parte, el gráfico 2.3.2 muestra cómo a pesar de la severidad del impacto negativo provocado por el COVID-19 en la mayoría de los países donde las entidades de depósito españolas están presentes, las medidas adoptadas para contrarrestar sus efectos adversos⁴ han permitido aumentar el volumen de crédito, registrándose tasas de variación interanual positivas en moneda local. En muchos países, este mayor dinamismo del crédito ha estado vinculado a la aprobación de programas de ayuda (i.e.: México no adoptó medidas de fomento del

4 Véase recuadro 2.1 Efectos de la pandemia sobre los sistemas bancarios internacionales más relevantes para España, del IEF de otoño de 2020.

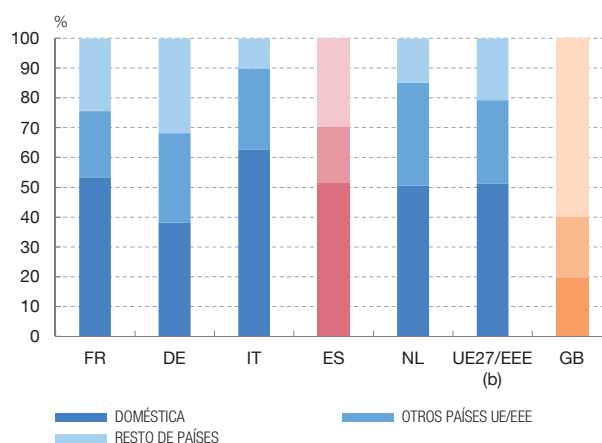
LA MAYOR EMISIÓN DE DEUDA PÚBLICA PARA FINANCIAR LAS MEDIDAS FRENTE AL CORONAVIRUS SE HA VISTO REFLEJADA EN EL CRECIMIENTO DE LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DE LOS BANCOS EUROPEOS

La exposición a la deuda soberana representaba, en diciembre de 2020, el 12,5 % del activo total a nivel europeo. En España, el peso se situaba en el 13 %, ligeramente por encima de la media europea, y superado solo por Italia (16,8 %). El volumen de exposición soberana ha variado de forma desigual entre los bancos de los países europeos de mayor tamaño, desde el -3,7 % de Alemania hasta el 12,1 % de Francia. Por otra parte, la proporción de la deuda emitida por el propio país de domicilio de los bancos europeos alcanzaba el 51,3 % de la exposición soberana total. El peso de la exposición soberana doméstica en España (51,8 %) era similar al de la media europea, y de países como Francia (53,3 %) y Países Bajos (50,5 %).

1 EXPOSICIONES SOBERANAS DE BANCOS EUROPEOS (a)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



2 EXPOSICIONES SOBERANAS DOMÉSTICAS DE BANCOS EUROPEOS (a)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a Los gráficos muestran en color rojo los datos de España, y en color amarillo los datos de Reino Unido.

b Los datos de la ABE incluyen a Islandia. A partir del primer trimestre de 2020, los datos agregados de la UE ya no incluyen cifras de los bancos de Reino Unido e incluyen datos de las filiales de los bancos de Reino Unido en los países de la UE.

mismo, y el crecimiento del crédito se ha situado por debajo del de otros países, como Reino Unido, Brasil y Turquía).

Los bancos españoles han aumentado sus exposiciones soberanas a nivel consolidado, aunque en menor medida que en crisis previas y que la media de los bancos europeos. La mayor emisión de deuda pública para sufragar el coste fiscal de las medidas frente a la pandemia del COVID-19 se vio reflejada en una variación desigual de las exposiciones soberanas de los bancos europeos. Mientras que estas crecían en términos interanuales un 2,5 % para los bancos españoles en diciembre de 2020, la expansión llegaba hasta el 12,1 % para los bancos franceses (véase gráfico 2.4.1). Por su parte, los bancos alemanes reducían su exposición soberana en un 3,7 % el último año. En términos de peso sobre total activo, la exposición soberana de los bancos españoles decreció 0,2 pp en 2020, similar a la reducción media europea (-0,3 pp). La exposición de los bancos españoles a la deuda soberana representaba, en diciembre de 2020, el 13 % del activo total, en línea con la media de los bancos europeos. Las exposiciones soberanas de los bancos europeos se concentran en deuda emitida por su propio país, alcanzando esta de media el 51,3 % de la exposición soberana total (véase gráfico 2.4.2).

Los programas de compras y, en menor medida, las operaciones de financiación explican el aumento del balance del Eurosistema y de la liquidez mantenida por los bancos (véase gráfico 2.5). El saldo de los programas de compras de activos ha aumentado en 467 mm de euros, desde finales de octubre de 2020, fecha del último IEF, hasta alcanzar los 3.985 mm de euros⁵, favorecido por la ampliación del programa de compras PEPP anunciada el pasado mes de diciembre⁶. Asimismo, los bancos europeos han seguido acudiendo a las operaciones de financiación del Eurosistema (TLTRO III) para obtener liquidez. Así, el importe de las operaciones adjudicadas en la última subasta⁷ TLTRO III de marzo 2021 ha ascendido a 331 mm de euros, frente a los 50 mm de euros adjudicados en diciembre de 2020, con un aumento neto de la liquidez obtenida por los bancos por esta vía de 353 mm de euros después de estas dos subastas⁸. En conjunto, los bancos europeos siguen disponiendo de unos niveles de liquidez elevados, que han aumentado en 833 mm de euros respecto al existente al cierre del último IEF.

Estos elevados volúmenes de liquidez, junto con la extensión de las condiciones favorables de financiación de las entidades y la ampliación del programa de compras PEPP, han contribuido a situar los tipos de interés de los mercados monetarios en niveles mínimos (panel 2, gráfico 2.5). El tipo de interés no garantizado (€STR)⁹ ha ido descendido paulatinamente hasta llegar a situarse en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia (cerca de los -55 pb), muy lejos de sus máximos de abril. Por su parte, el volumen negociado del €STR ha tenido una evolución similar, descendiendo desde sus máximos hasta estabilizarse en niveles cercanos a los existentes antes de marzo. Se ha observado también que, desde el inicio de la crisis, las transacciones en los mercados monetarios con vencimientos muy cortos (a un día) han ganado peso sobre las de plazos mayores.

El acceso de los bancos europeos a las operaciones de financiación del Eurosistema, con unas condiciones muy favorables, ha mejorado sus costes de financiación interbancarios, que se espera que se mantengan bajos durante un periodo prolongado. El diferencial de financiación interbancaria esperado, calculado como la diferencia entre las expectativas para el Euribor y para el tipo de interés sin riesgo, determinado por la curva OIS, proporciona un indicador de las expectativas que tiene el mercado sobre la evolución del coste de financiación

5 Datos actualizados a 20/4/21.

6 Según decisión del Consejo de Gobierno del BCE del 10-XII-2020, por la que aumenta la dotación del programa de compras de emergencia (PEPP) hasta los 1.850 mm de euros, que se mantendrá hasta marzo de 2022.

7 Las fechas de las dos últimas subastas fueron, respectivamente el 16 de diciembre de 2020 y el 24 de marzo de 2021.

8 Todo ello supone un aumento de 353 mm de euros = 381 (TLTRO-III) – 29 (TLTRO-II) + 3 (PELTRO).

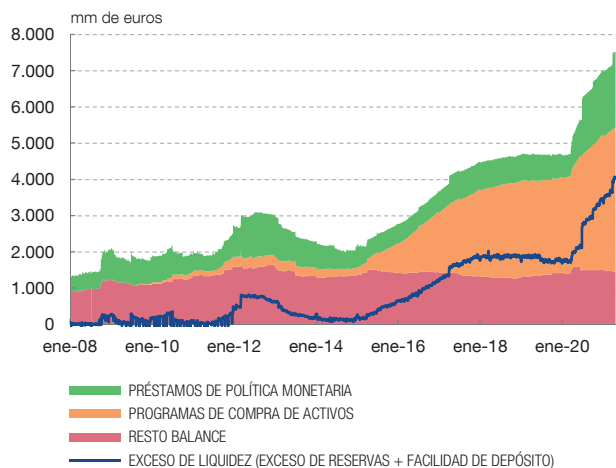
9 Referido a las operaciones utilizadas para el cálculo del €STR, que representa el coste de financiación de los bancos de la zona euro en las operaciones no garantizadas a un día. El tipo de interés €STR y volumen negociado es calculado y publicado cada día hábil por el BCE utilizando la información proporcionada por las 48 entidades de la zona euro que reportan a MMSR.

Gráfico 2.5

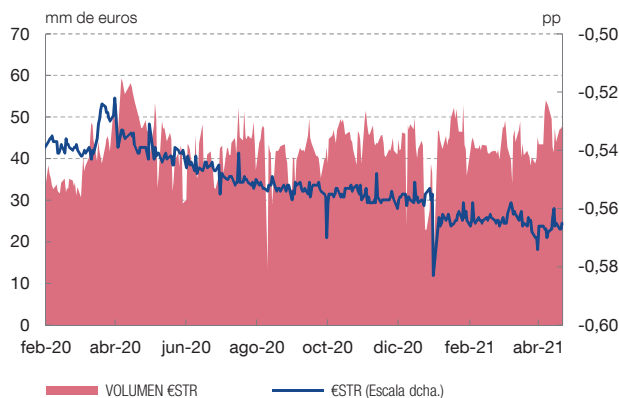
LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE HA GENERADO UN EXCESO DE LIQUIDEZ QUE SE SITÚA EN MÁXIMOS HISTÓRICOS, LO QUE HA CONTRIBUIDO A UNA RELAJACIÓN DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

Los tipos de interés en los mercados monetarios se encuentran en niveles mínimos como consecuencia del exceso de liquidez y de las últimas medidas de política monetaria. Asimismo, las operaciones de financiación del Eurosistema han contribuido a una mejora notable en las condiciones de financiación de los bancos, que se espera que se mantengan en niveles reducidos durante un periodo prolongado. Los costes de financiación en el mercado mayorista también se han reducido en 2020 como consecuencia de estas medidas.

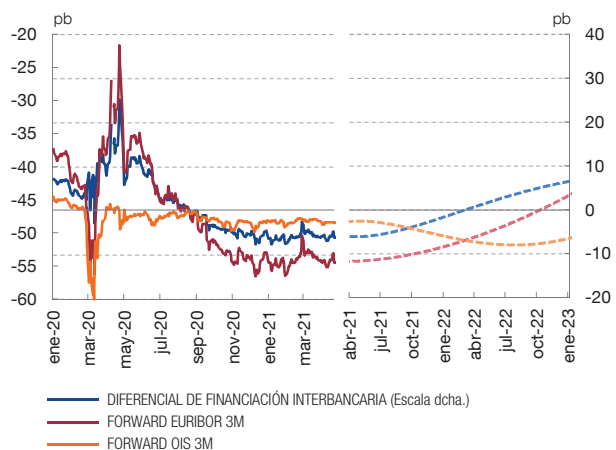
1 BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



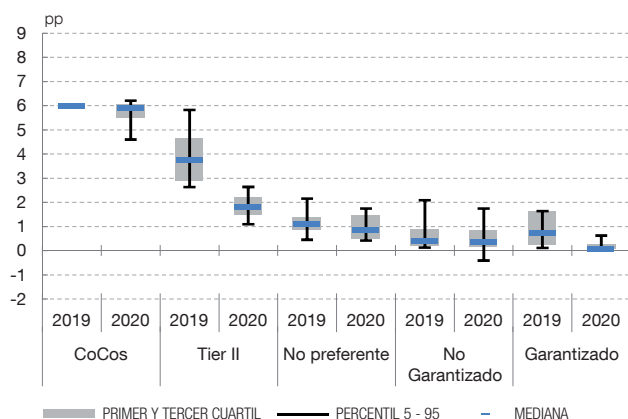
2 VOLÚMENES Y TIPOS €STR



3 DIFERENCIAL FINANCIACIÓN INTERBANCARIA (a)



4 COSTE EMISIONES (EN EUROS) POR TIPO DE INSTRUMENTOS: 2019 vs 2020 (b)



FUENTES: Bloomberg, Thomson Reuters y Banco de España.

- a Las líneas continuas muestran el diferencial entre el forward (de aquí a tres meses) del Euribor-3M y el forward sobre la curva OIS para un plazo de tres meses, y los niveles de estos dos tipos, mientras que las líneas discontinuas muestran las proyecciones para las curvas forward del Euribor y el OIS, respectivamente, así como el diferencial entre ambas.
- b Sólo se realizó en 2019 una emisión en euros de bonos contingentes convertibles (CoCos). Se muestra el coste para las emisiones de bancos españoles en base al cupón. Para los bonos con cupón variable, el coste de la emisión se calcula en base a la cotización del tipo de interés de referencia el día de la emisión.

bancaria¹⁰. Este diferencial se ha reducido notablemente durante la segunda mitad de 2020 como consecuencia de la inyección de liquidez recibida por las entidades

10 Indicador calculado en base al trabajo realizado por *Jondeau et al. (2020)*, como el diferencial entre el tipo forward sobre el Euribor a 3 meses y el forward OIS con el mismo vencimiento: $FF = F_{\text{Euribor},3} - F_{\text{OIS},3}$. Donde $F_{\text{Euribor},3}$ representa el tipo forward de aquí a tres meses para el Euribor a 3 meses y el $F_{\text{OIS},3}$ el tipo forward en base a la curva Overnight Index Swap (OIS) con el mismo horizonte temporal. Para el Euribor, se utilizan como referencia los siguientes derivados: a) *Forward Rate Agreement (FRA)* para plazos entre 1 y 12 meses, b) *Interest Rate Swaps (IRS)* para plazos entre 1 y 10 años, que tienen el Euribor a 3 meses como subyacente.

bancarias mediante las TLTRO III desde junio y de la decisión de mantener el tipo de interés de estas operaciones en niveles reducidos durante un mayor periodo de tiempo¹¹. A pesar de un aumento esperado de este indicador en 2021-2022, explicado por la expectativa de recuperación del Euribor y mantenimiento del nivel de los tipos de interés sin riesgo, se mantendría en un nivel moderado comparable al previo a la crisis (véase gráfico 2.5).

El coste de las nuevas emisiones en euros se ha reducido o mantenido estable para todos los instrumentos de deuda en el mercado de financiación mayorista.

La reducción es especialmente destacable en el caso de los bonos que cumplen con los requerimientos de capital Tier II y para la deuda garantizada. Además, en estos casos se observa una menor dispersión del coste de emisión (véase gráfico 2.5).

La estructura y el coste medio del pasivo de las entidades de depósito españolas se mantuvo relativamente estable en 2020, si bien aumentó en cierta medida el recurso a la financiación de bancos centrales.

El coste medio de los depósitos del sector privado continúa en niveles mínimos, mientras que el coste medio de la deuda en el pasivo ha repuntado mínimamente. En el balance individual de los negocios en España, aumentó en 2020 el volumen (9 % en tasa interanual) de los depósitos del sector privado, impulsado posiblemente por motivos precautorios de hogares y empresas, sin embargo, su peso sobre la financiación total disminuyó un 1,2 pp. El peso en el balance consolidado de los depósitos del sector privado se redujo también en 0,3 pp en el último año hasta situarse en el 66,8 % de la financiación total (depósitos y deuda emitida en balance). Por el contrario, el peso de los depósitos recibidos de bancos centrales sobre la financiación total consolidada se ha incrementado en 4,4 pp con respecto a diciembre de 2019, alcanzando el 10,6 % en diciembre de 2020. Este cambio estuvo propiciado por la política monetaria acomodaticia adoptada por el BCE y otros bancos centrales. El Recuadro 2.3 realiza un análisis preliminar de las consecuencias para la estabilidad financiera y la política monetaria de la posible introducción de un Euro digital, en las que la actividad de depósito de los bancos juega un papel determinante.

2.1.2 Rentabilidad y solvencia

Rentabilidad

A lo largo del año 2020, el resultado neto consolidado del conjunto del sistema bancario español fue negativo por un importe cercano a los 8.000 millones de

11 Decisión del Consejo de Gobierno del BCE del 10 de diciembre de 2020. Se mantiene el tipo de interés aplicado a las TLTRO III en 50 pb por debajo del tipo MRO hasta el 23 de junio de 2022. Además, para las entidades que cumplan unos determinados criterios el tipo puede llegar a ser de 50 pb por debajo del tipo medio de la facilidad de depósito.

euros, lo que supone un descenso de casi 26.500 millones, respecto a los beneficios registrados el año anterior. Esto se traduce en una rentabilidad sobre activos (ROA) del -0,21 % (caída de 72 pb respecto al 0,51 % registrado en 2019) y una rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE) del -3,1 % (caída de 10 pp respecto al 6,9 % registrado un año antes).

Este resultado negativo es explicado por la irrupción de la pandemia del COVID-19, que también ha venido acompañada por ajustes extraordinarios negativos aplicados durante el año en tres de las principales entidades del sistema. Sin tener en cuenta estos ajustes ni los elementos extraordinarios positivos, la rentabilidad del sector sería positiva, situándose el ROA en el 0,3 % y el ROE en el 4,3 %. En particular, como se comentó en el anterior IEF, las dos entidades de mayor tamaño realizaron ajustes de sus fondos de comercio por un importe superior a los 12.000 millones de euros en el primer semestre del año, y otros ajustes como los vinculados a activos fiscales. Además, en las cuentas de fin de año, otra entidad, como consecuencia de la aprobación de su fusión, ha registrado una corrección a valor razonable por un importe superior a 5.500 millones de euros, de acuerdo con la normativa contable¹². Estos ajustes negativos se vieron parcialmente compensados por ajustes extraordinarios positivos por importe superior a 1.200 millones de euros vinculados a la venta de negocios relacionados con servicios de pagos, seguros, gestión de activos y depositaría.

Incluso sin tener en cuenta estos ajustes extraordinarios negativos, la rentabilidad del sector, que ya era moderada en 2019, se habría reducido en buena medida respecto al año anterior. En el gráfico 2.6 se muestra cómo, tanto para el ROA como para el ROE, la distribución del beneficio en 2020 se desplazó sensiblemente hacia valores más negativos. En la misma línea, en el gráfico 2.7.1 se observa que la mayor parte de las entidades (más de tres cuartas partes del sector) redujeron su resultado neto respecto al año anterior, mientras que aumentaron sus activos totales medios (ATM). Para el conjunto del sistema, los ATM se incrementaron más de un 4 % en tasa interanual en 2020, mientras el patrimonio neto medio se redujo en más del 3 % en este último año.

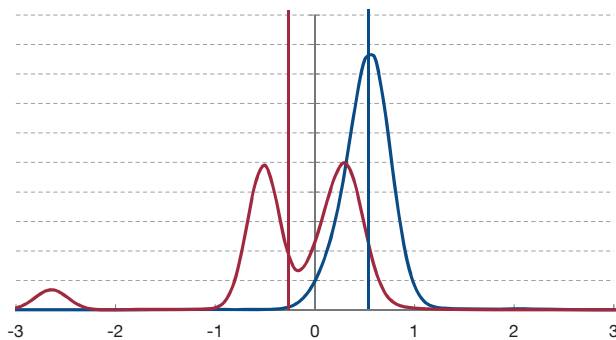
El impacto de la pandemia en el margen de intereses y las comisiones ha llevado a que ambas partidas presenten descensos interanuales en 2020, que se situaron cerca del 10 % (véase anejo 2). Parte del descenso del margen de intereses y de las comisiones netas se debe a la depreciación de las divisas en los principales países con presencia significativa de la banca española, en especial las monedas de los países emergentes.

12 Norma Internacional de Información Financiera 5 (NIIF 5) «Activos no corrientes mantenidos para la venta y actividades interrumpidas» que indica que los activos que cumplan los requisitos para ser clasificados como mantenidos para la venta deben ser valorados al menor valor entre su importe en libros y su valor razonable menos los costes de venta.

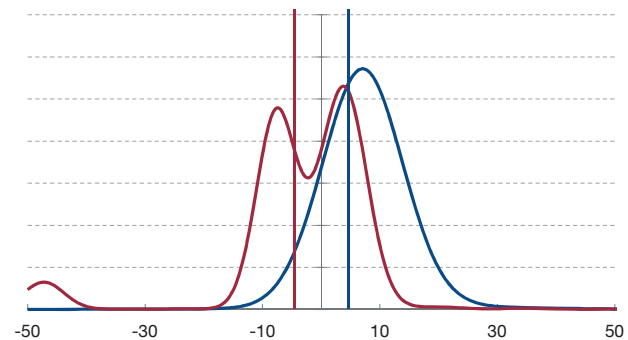
LA MAYOR PARTE DE LAS ENTIDADES HA REDUCIDO EN 2020 SU RESULTADO NETO RESPECTO AL AÑO ANTERIOR

Como consecuencia del impacto de la pandemia en la actividad bancaria y en el deterioro de las perspectivas económicas, la reducción del resultado en 2020 es generalizada entre entidades. No obstante, los resultados contables netos negativos de las entidades de mayor tamaño se ven influenciados por la apreciación del euro, por ajustes extraordinarios negativos referidos al fondo de comercio y activos fiscales diferidos y por los ajustes contables vinculados a los procesos de fusión.

1 DISTRIBUCIÓN DEL ROA (a) (b)



2 DISTRIBUCIÓN DEL ROE (a) (b)



— DICIEMBRE DE 2019 — DICIEMBRE DE 2020

FUENTE: Banco de España.

- a Los gráficos muestran la función de densidad de la rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio neto para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el importe de activos totales medios y patrimonio neto medio, respectivamente. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la misma, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función. La línea vertical indica el ROA y el ROE del conjunto del sistema bancario español en 2019 (línea azul) y 2020 (línea roja).
- b La moda negativa más cercana a cero corresponde a entidades significativas de gran tamaño, cuyos resultados en 2020 se explican, en buena medida, por ajustes extraordinarios negativos y la moda negativa más extrema corresponde a otra entidad significativa con ajustes contables vinculados a un proceso de fusión.

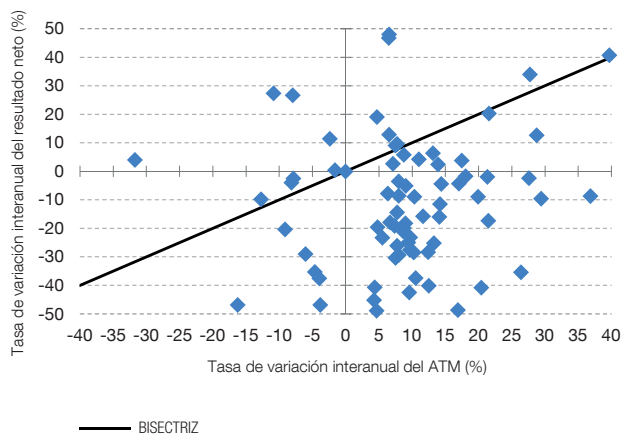
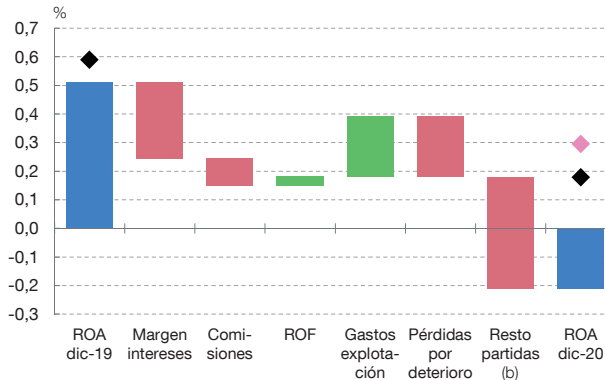
El resultado de operaciones financieras y los gastos de explotación fueron las únicas partidas que mejoraron respecto al año anterior, siendo especialmente notable el descenso de los gastos de explotación (véase gráfico 2.7.2). El resultado de operaciones financieras, rompiendo la tendencia de los últimos años, aumentó un 35 % en 2020, impulsado por la venta de carteras de valores que acumulaban plusvalías. Este aumento contribuyó a atenuar en cierta medida los efectos negativos sobre el margen bruto, que, no obstante, se redujo un 5,1 % en tasa interanual. Por su parte, los gastos de explotación disminuyeron más del 10 %, en parte por una menor contribución de costes extraordinarios de reestructuración. Este notable descenso de los gastos de explotación condujo a que el margen de explotación aumentara ligeramente, un 0,7 %, respecto al año anterior. Al igual que para el margen de interés y comisiones, la evolución de otras rúbricas de ingresos y gastos operativos se ve explicada, al menos en parte, por la depreciación de las divisas en los países con presencia significativa de la banca española, en especial en el caso de los países emergentes (véase gráfico 2.3).

El resultado operativo de la actividad en España ha mostrado mayor resistencia ante el impacto de la pandemia. La actividad bancaria recurrente ha sufrido un menor impacto en los negocios en España que en los negocios totales durante 2020. De este modo, el margen de intereses apenas se redujo un 0,7 % entre

EL IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE LA ACTIVIDAD BANCARIA Y LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS HA TENIDO UN EFECTO MUY SEVERO SOBRE LA RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

En 2020, la mayoría de entidades ha reducido su resultado neto, mientras que ha aumentado sus ATM. Los principales determinantes de la severa caída de los beneficios incluyen el descenso en el margen de intereses y las comisiones, el aumento de las pérdidas por deterioro, y los ajustes extraordinarios negativos (fondo de comercio, activos fiscales y deterioro del valor por reclasificación contable, incluidos en el resto de partidas), mientras que el aumento del ROF y, en especial, el descenso en los gastos de explotación, contribuyen a mejorar los resultados del año.

1 VARIACIÓN DEL ATM Y VARIACIÓN DEL RESULTADO. DICIEMBRE DE 2020

2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)

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

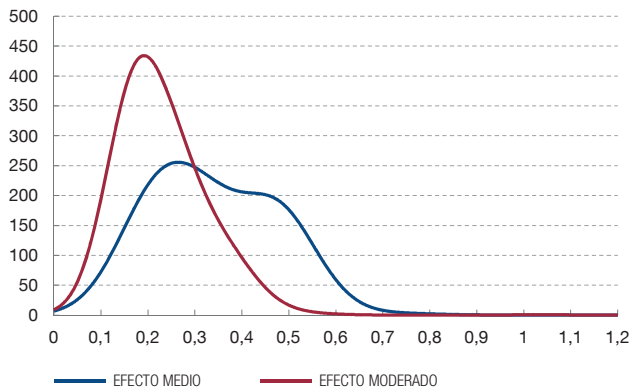
diciembre de 2019 y diciembre de 2020, y las comisiones aumentaron un 1,4 % en el mismo período. El margen bruto disminuyó un 1,9 %, pero como el descenso de los gastos de explotación fue superior (-5,8 %), la evolución final del margen de explotación fue positiva.

En el conjunto del año, las pérdidas por deterioro aumentaron significativamente, especialmente en la primera mitad del año. Como consecuencia del potencial impacto de la pandemia del COVID-19 en la calidad crediticia, las pérdidas por deterioro de activos financieros aumentaron más del 50 %, lo que supuso unas dotaciones 8.700 millones de euros superiores en 2020 respecto a las registradas en 2019. No obstante, la mayor parte de este incremento se registró en la primera mitad del año (el incremento en las dotaciones entre junio de 2020 y junio de 2019 ya era de 7.600 millones de euros), ralentizándose el ritmo de dotaciones de manera significativa a partir de junio. Las pérdidas por deterioro en el negocio en España representan más del 40 % de las dotaciones totales, y en su caso, el ritmo de dotaciones en la segunda mitad del año, aunque algo inferior, se ha mantenido en niveles cercanos a los del primer semestre de 2020.

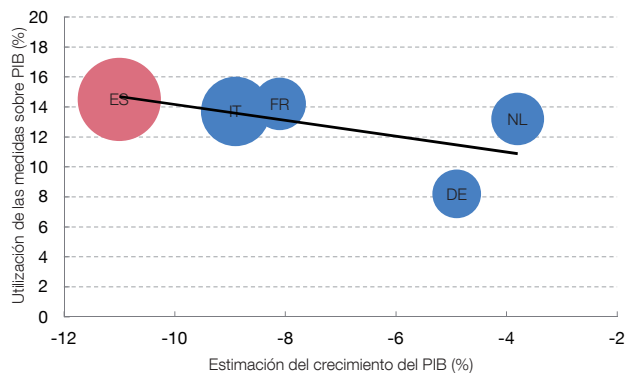
LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS DEBERÁN MANTENER EL ESFUERZO DE DOTACIONES PARA ABSORBER EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 EN LA CALIDAD CREDITICIA, CUYA MAGNITUD EN 2020 HA ESTADO CONDICIONADA POR LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y EL ALCANCE DE LAS MEDIDAS DE APOYO

El ritmo de dotación por deterioro en 2020 habría sido en general adecuado para absorber las pérdidas de crédito estimadas en el ejercicio de pruebas de resistencia FLESB para el horizonte 2020-2022, si bien debería mantenerse en el tiempo el esfuerzo para la absorción completa del deterioro de crédito estimado para este periodo. Existe, no obstante, heterogeneidad entre entidades e incertidumbre sobre el impacto a medio plazo de las medidas de apoyo implementadas, en particular sobre los avales de crédito ICO, así como sobre el escenario macroeconómico. Entre los principales países europeos, se ha observado en 2020 una relación negativa entre la evolución del PIB y la intensidad de dotaciones, con variación limitada de la intensidad de las medidas sobre el PIB.

1 DOTACIONES REALIZADAS EN 2020 FRENTE A ESTIMADAS PARA 2020-2022
Negocios en España. Estimación obtenida bajo el marco FLESB (a)



2 INTENSIDAD DE LAS DOTACIONES, CAÍDA DEL PIB Y MEDIDAS DE APOYO - 2020
Datos consolidados por jurisdicción (b)



FUENTES: Banco de España y ESRB.

- a El numerador de los ratios considera las dotaciones realizadas por las entidades españolas por riesgo de crédito para los negocios en España durante 2020. El denominador considera las dotaciones requeridas estimadas por el marco FLESB para el escenario base en el horizonte 2020-2022. Para el denominador se consideran dos supuestos en relación al efecto de las medidas de apoyo (fundamentalmente del programa de avales ICO): moderado y medio. Bajo el supuesto moderado, la calidad del crédito avalado por el ICO es similar a la del conjunto de la cartera de préstamos a actividades empresariales, mientras que, bajo el supuesto medio, la calidad está en un punto intermedio entre el supuesto moderado y un supuesto máximo donde los avales son completamente empleados para absorber el crédito de peor calidad (véase el [Capítulo 2 del IEF del Banco de España de Otoño de 2020](#) para más detalle). El gráfico muestra la función de densidad de dichas ratios para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el volumen de crédito total. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la misma, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.
- b Cada punto caracteriza a un país de la UE. El área del círculo es proporcional a la intensidad de las dotaciones realizadas durante 2020, estimada según la medida del coste del riesgo del Dashboard de la EBA para diciembre 2020. El eje X representa la caída del PIB durante dicho año y el eje Y el volumen de las medidas utilizadas en relación al PIB de 2019, de acuerdo con el [Tema destacado del FSR del BCE de Noviembre de 2020](#). Las medidas consideradas incluyen transferencias fiscales directas, ERTE y esquemas comparables, moratorias fiscales y de crédito, uso de los avales públicos al crédito bancario y potencial de crédito adicional (no el efectivamente concedido) por la liberación de colchones de capital y efecto de la reforma del tratamiento de las provisiones IFRS9.

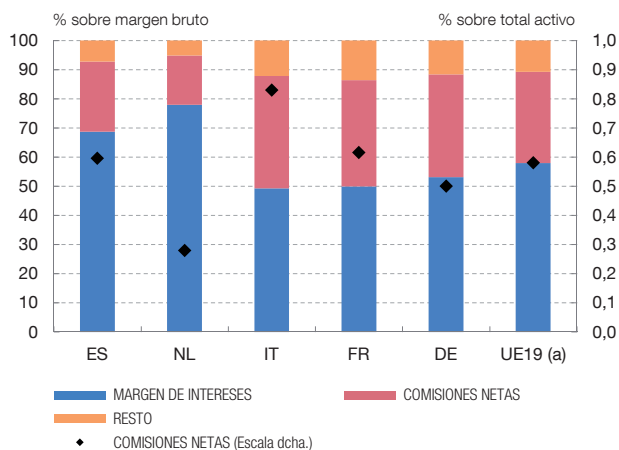
La dotación de provisiones por riesgo de crédito en el negocio en España ha sido significativa, pero este esfuerzo deberá mantenerse en el tiempo, e, incluso, incrementarse dependiendo de la efectividad de las medidas de apoyo y de la evolución del escenario macroeconómico. Las dotaciones realizadas en 2020 en el negocio en España vienen a representar el 21,5 % de las estimadas para los años 2020-22 conforme al marco FLESB de pruebas de resistencia del Banco de España bajo el supuesto de un impacto moderado de las medidas de apoyo, porcentaje que aumenta al 33,6 % bajo un supuesto de efecto de las medidas de apoyo intermedio¹³

13 Bajo el supuesto moderado, la calidad del crédito avalado por el ICO está en la media de la cartera de préstamos a actividades empresariales, mientras que, bajo el supuesto medio, la calidad está en un punto intermedio entre el supuesto moderado y un supuesto máximo donde los avales son completamente empleados para absorber el crédito de peor calidad (véase el [Capítulo 2 del IEF del Banco de España de Otoño de 2020](#) para más detalle).

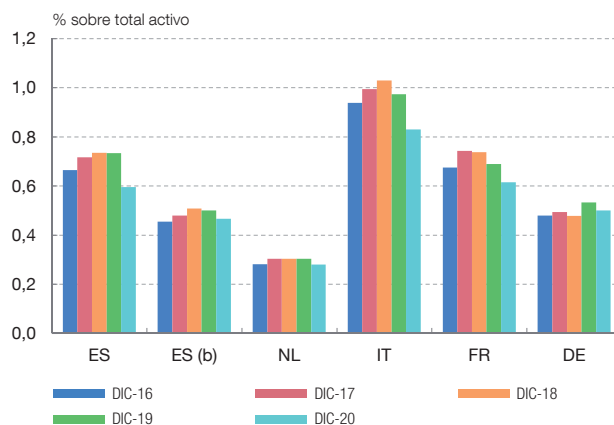
EL MARGEN DE INTERESES ES EL PRINCIPAL COMPONENTE DEL MARGEN BRUTO DE LOS BANCOS EUROPEOS, AUNQUE SE OBSERVA UN PESO CRECIENTE DE LAS COMISIONES NETAS COMO FUENTE DE INGRESOS, QUE SE HA VISTO FRENADA POR LA CRISIS DEL COVID-19

A pesar del mayor peso sobre el activo total que han alcanzado las comisiones netas en los últimos años, como fuente adicional de ingresos, el margen de intereses continúa siendo el principal componente del margen bruto de los bancos de los principales países europeos, a pesar de las diferencias que existen entre países. No obstante, esta tendencia creciente de las comisiones se ha detenido como consecuencia de la crisis del COVID-19.

1 MARGEN BRUTO.PRINCIPALES COMPONENTES
Datos consolidados. Diciembre de 2020



2 COMISIONES NETAS (en porcentaje sobre total activo)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Incluye a los 19 Estados miembros de la UE que forman el área del euro.
b Datos individuales, negocios en España.

(véase Recuadro 2.1). En todo caso, se observó una dispersión significativa entre entidades en el esfuerzo realizado con las dotaciones (véase gráfico 2.8)¹⁴.

En las economías europeas de mayor tamaño, se observa una cierta relación positiva entre las caídas de la actividad y el esfuerzo en las dotaciones por riesgo de crédito¹⁵. En general, se observa que los países que han hecho un uso más intenso de las medidas de apoyo tienden a ser aquellos que han sufrido una contracción mayor. Esto sugiere que los gobiernos con economías más vulnerables a la pandemia han impulsado planes más ambiciosos (véase gráfico 2.8). Las entidades de crédito también parecen haber hecho un mayor esfuerzo en dotaciones en aquellas jurisdicciones con mayor deterioro del PIB, lo cual implica que las medidas podrían no haber sido suficientes para compensar todo el aumento del riesgo de crédito asociado a esta crisis.

14 Véase también el [Recuadro 5 del Financial Stability Review](#) del BCE de noviembre de 2020, en donde se discuten distintos factores explicativos de la heterogeneidad entre entidades en cuanto al aumento de sus provisiones a causa de la pandemia.

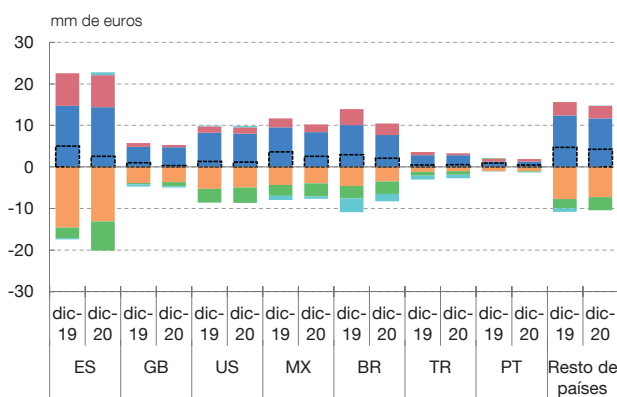
15 La medida empleada para reflejar la intensidad de las dotaciones es el coste del riesgo reportado en el [Risk Dashboard de la ABE, 2020Q4](#).

EL NEGOCIO EXTERIOR HA AUMENTADO SU CONTRIBUCIÓN AL RESULTADO ORDINARIO DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS CON ACTIVIDAD INTERNACIONAL SIGNIFICATIVA

El resultado ordinario obtenido en países extranjeros por las entidades de depósito con presencia internacional relevante ha caído de forma generalizada (e. g., -31 % en Brasil o -28 % en México), explicado, en parte, por la depreciación de las divisas de países emergentes, pero ha aumentado su contribución relativa a la rentabilidad ordinaria consolidada. Esto se explica por la mayor reducción en España (-50 %), afectada por mayores pérdidas relativas por deterioro, que en la media de países extranjeros. Sin embargo, la contribución al resultado consolidado del negocio en el extranjero se ha reducido por el ajuste al fondo de comercio de las filiales en Reino Unido y EE.UU. Las provisiones extraordinarias asociadas a la pandemia del COVID-19 se concentraron, igualmente, en la primera mitad del año.

1 PRINCIPALES COMPONENTES DEL RESULTADO ORDINARIO

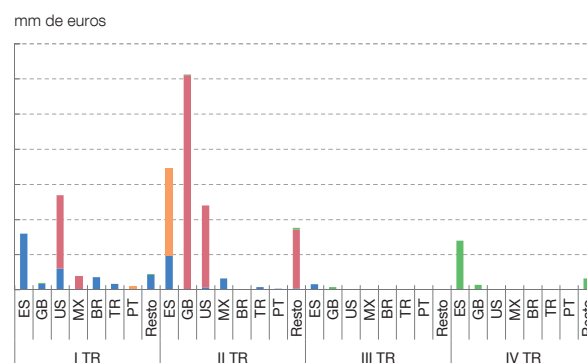
Principales grupos bancarios españoles (a)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



RESTO
PÉRDIDAS POR DETERIORO
GASTOS DE EXPLOTACIÓN
COMISIONES NETAS
MARGEN DE INTERESES
RESULTADO ORDINARIO ATRIBUIDO (b) (c)

2 PROVISIONES COVID-19 Y AJUSTES EXTRAORDINARIOS

Principales grupos bancarios españoles (a)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



AJUSTES POR REESTRUCTURACIÓN Y OTROS AJUSTES
AJUSTES A LOS ACTIVOS FISCALES DIFERIDOS
AJUSTES A LOS FONDOS DE COMERCIO
PROVISIONES COVID-19

FUENTE: CNMV.

- a Los datos de los paneles se refieren a los cuatro principales grupos bancarios españoles con negocio exterior significativo.
b El resultado ordinario atribuido no incluye los ajustes por deterioro de fondos de comercio ni otros ajustes (i.e.: reestructuración, ajustes fiscales diferidos, etc.) y, para España, no incluye la contribución del centro corporativo.
c El resultado ordinario atribuido se ha visto afectado por la apreciación del euro, tanto frente a las divisas de los países emergentes (i.e.: Brasil, Turquía y México), como frente a las de EE.UU. y Reino Unido.

A nivel europeo, el principal componente del margen bruto del sector bancario continuaba siendo el margen de intereses. Con los últimos datos publicados por el BCE en sus estadísticas de supervisión bancaria (diciembre de 2020), los bancos de los Países Bajos y España eran los que mayor dependencia tenían del margen de intereses, que suponía el 77,9 % y 68,7 % del margen bruto, respectivamente, mientras que en Francia y Alemania su peso se situaba en el 50 % aproximadamente (véase gráfico 2.9.1), lo que queda explicado por los diferentes modelos de negocio de sus bancos de mayor tamaño. Por otra parte, los bancos españoles presentan el mayor esfuerzo reciente entre los bancos europeos en términos de búsqueda de fuentes alternativas de ingresos a través del crecimiento de comisiones netas (véase gráfico 2.9.2). Sin embargo, esta ratio presenta un menor nivel en los negocios en España (0,47 %), que a nivel consolidado (0,6 %), estando la primera cifra por debajo de la media (0,58 %) de los bancos europeos a nivel consolidado, y la segunda por encima gracias a la contribución del negocio en

el extranjero. La adaptación de su modelo de negocio en geografías donde esta partida pesa menos que la media ofrece a las entidades españolas mayor potencial de crecimiento adicional en esta fuente de ingresos.

En este contexto, ha aumentado el peso del negocio exterior en el resultado ordinario de las principales entidades de depósito españolas. Así, sin tener en cuenta los ajustes realizados por los principales grupos bancarios españoles a los fondos de comercio de sus filiales en Reino Unido y EE.UU., el resultado ordinario del negocio exterior se situaba por encima del 80 % del total (véase gráfico 2.10.1). Por su parte, España ha reducido su peso en la contribución al resultado ordinario de los principales grupos bancarios españoles como resultado del mayor aumento relativo de las dotaciones a provisiones por deterioro durante 2020 (véase gráfico 2.10.2). Como se ha comentado anteriormente, las pérdidas por deterioro en el negocio en España representan una proporción elevada de las dotaciones totales en 2020.

Solvencia

En 2020, pese a la irrupción de la pandemia, la ratio de CET1 del sector bancario español aumentó 71 puntos básicos (pb) hasta situarse en el 13,3%. El aumento se registró en la segunda mitad del año. La misma tendencia, es decir, una subida de las ratios principalmente en la segunda mitad del año, se produjo para las ratios de capital de nivel 1 y de capital total, situándose en el 14,7 % y el 16,8 %, respectivamente (véase gráfico 2.11.1). El deterioro de la rentabilidad no ha llevado a un ajuste negativo de la solvencia de las entidades, debido en buena medida a que los elementos extraordinarios negativos (e.g. deterioro del fondo de comercio) operan sobre elementos de balance que no computan en cualquier caso sobre el capital prudencial de las entidades bancarias.

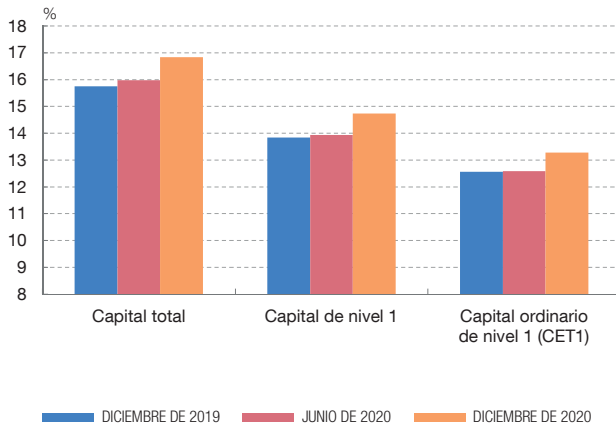
El descenso de los activos ponderados por riesgo (APR) de las entidades de mayor tamaño ha contribuido al aumento de las ratios de solvencia. Aunque los niveles de capital prudencial en los numeradores de las ratios han aumentado en el último año para el conjunto del sector bancario (0,8 % el CET1, 1,4 % el capital de nivel 1 y 1,9 % el capital total), el descenso de los APR ha sido más marcado, casi un 5 % en 2020 (véase gráfico 2.11.2). La caída de los APR en el último año se debió, en buena medida, a las medidas adoptadas por las autoridades para mitigar los efectos de la pandemia (préstamos avalados, *quick-fix* de la CRR, etc.), y a los efectos del tipo de cambio en los dos grupos bancarios con mayor presencia internacional, compensándose así parcialmente los efectos negativos de esos movimientos cambiarios en el volumen de CET1 denominado en euros.

El aumento de los niveles de capital, se ha visto impulsado por la recomendación de las autoridades sobre las restricciones en los pagos de

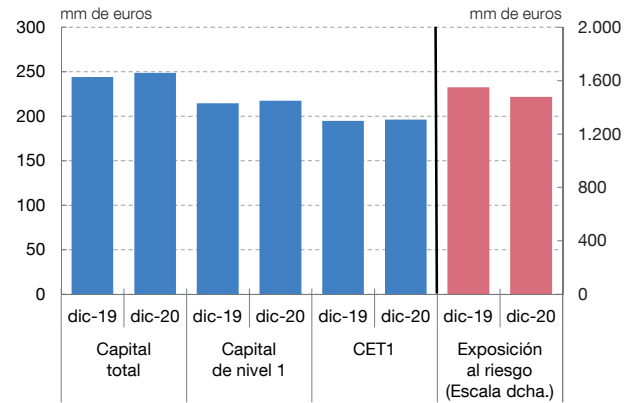
EN 2020, LAS RATIOS DE CAPITAL AGREGADAS DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL AUMENTARON PESE A LA PANDEMIA

A lo largo de 2020, la ratio de CET1 aumentó 72 pb hasta situarse en el 13,3% a finales de año. La subida se produjo en la segunda mitad del año y, aunque el CET1 aumentó ligeramente, fue consecuencia principalmente del descenso de los activos ponderados por riesgo, que se debió, en parte, a la depreciación de las divisas. Asimismo, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total también aumentaron en 2020. La reforma rápida europea (*quick fix*) y los filtros prudenciales evitaron que el deterioro en la rentabilidad (debida a ajustes extraordinarios negativos) se tradujera en deterioro de la solvencia, contribuyendo asimismo a la mejora de las ratios.

1 RATIOS DE CAPITAL



2 NIVELES DE CAPITAL Y DE EXPOSICIÓN AL RIESGO



FUENTE: Banco de España.

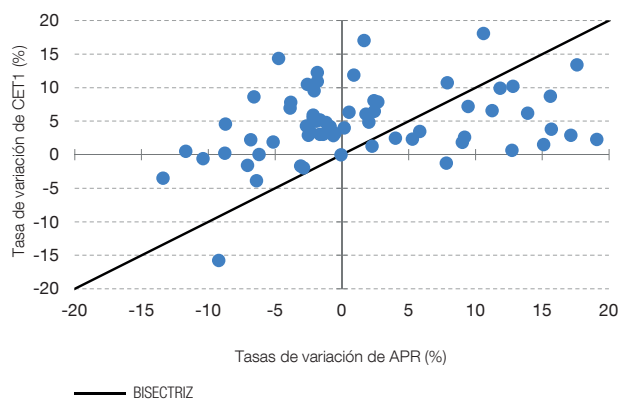
dividendos y, en mayor medida, por el *quick-fix* de la CRR. En concreto, la reforma de la CRR ya permite no deducir una parte de las inversiones en inmovilizado inmaterial, en concreto, las realizadas en software; además, los créditos a pymes acumularon una nueva bonificación en su ponderación por riesgo. Asimismo, el tratamiento prudencial de los resultados computables a efectos de solvencia hace que no se vean afectados por los elementos extraordinarios negativos identificados en la sección anterior, por lo que el resto de la generación de resultados contribuye positivamente a la evolución del numerador. En el gráfico 2.12.1 se observa que el aumento del CET1 es generalizado entre entidades (y lo mismo ocurre con los otros dos tipos de capital), mientras que en el caso de los APR hay mayores disparidades, con aumentos y reducciones. Así, el descenso de los APR agregados del sistema bancario español en 2020 se debe al descenso que se produce en la mayoría (10) de las (12) entidades significativas supervisadas por el MUS, mientras que, para el resto del sistema, los APR aumentan en líneas generales.

En cuanto a la composición de la ratio de CET1, los instrumentos de capital y las reservas suponen conjuntamente más del 90% de sus elementos computables (véase gráfico 2.12.2). No obstante, en 2020 se ha producido una cierta recomposición entre ambos componentes, aumentando el peso del capital y reduciéndose el de las reservas. En cuanto a las deducciones, destaca el descenso de las derivadas del fondo de comercio y activos fiscales, como consecuencia del

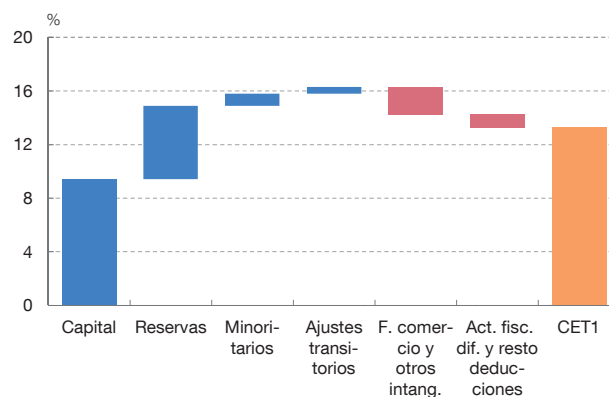
MIENTRAS QUE LA MAYORÍA DE LAS ENTIDADES AUMENTARON SU VOLUMEN DE CET1 EN 2020, LAS VARIACIONES DE APR SE DIVIDIERON DE FORMA UNIFORME ENTRE VALORES POSITIVOS Y NEGATIVOS

En términos de entidades, gran parte de las mismas aumentaron su volumen de CET1 a lo largo de 2020, mientras que las variaciones, positivas y negativas, de los APR estuvieron distribuidas de manera más uniforme. No obstante, dado que fueron las entidades de mayor tamaño las que redujeron sus APR (en parte, como consecuencia de la depreciación de las divisas), el volumen agregado de APR se redujo casi un 5 % durante el año. Por su parte, las deducciones asociadas al fondo de comercio disminuyeron debido al deterioro significativo de este elemento en 2020.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CET1 Y DE LOS APR ENTRE DICIEMBRE DE 2020 Y DICIEMBRE DE 2019 (a)



2 COMPOSICIÓN DE LA RATIO DE CAPITAL ORDINARIO DE NIVEL 1 SOBRE ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO



FUENTE: Banco de España.

a Los puntos situados por encima de la bisectriz presentan crecimientos (descensos) del volumen de CET1 en el último año superiores (inferiores) al crecimiento (descenso) del volumen de APR por lo que se corresponderían con aumentos de la ratio de CET1 entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020. Lo contrario ocurre para los puntos situados por debajo de la bisectriz.

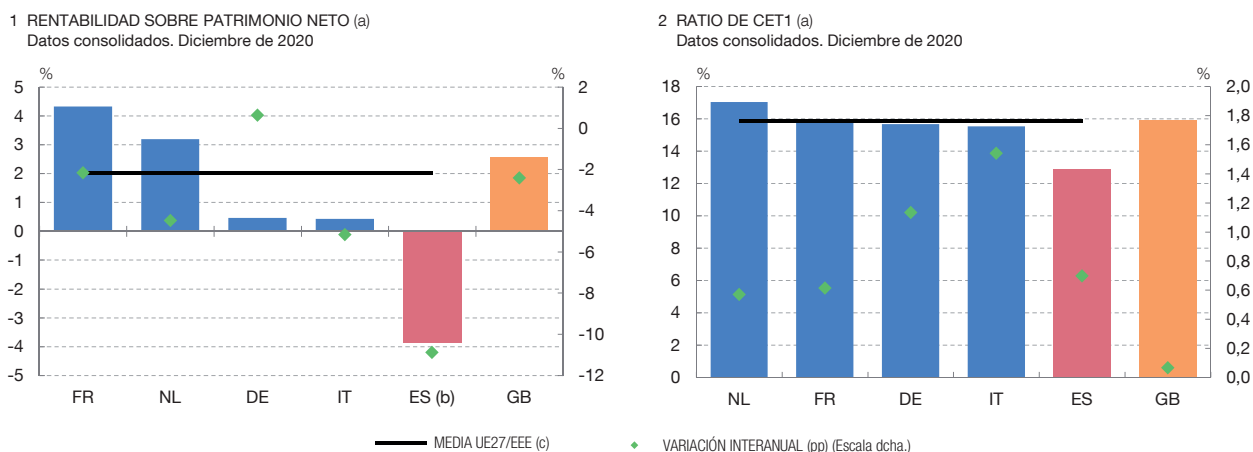
ajuste negativo del fondo de comercio registrado por las dos entidades con mayor presencia internacional, comentado en la sección anterior.

Comparativa de Bancos Europeos en términos de Solvencia y Rentabilidad

La rentabilidad de las entidades de depósito españolas fue inferior, en media, a la del resto del sector bancario europeo en 2020, si bien los factores extraordinarios ya comentados condicionan esa comparación. El gráfico 2.13.1 muestra la comparativa europea de la ratio ROE, con los últimos datos publicados por la ABE a diciembre de 2020. Los principales bancos españoles presentaron una ratio ROE negativa (-3,9 %), muy por debajo de la media europea (2 %), y de países como Francia y los Países Bajos, con una ratio ROE por encima del 3 %. Adicionalmente, los principales bancos de Italia y Alemania han presentado rentabilidades cercanas a cero. Esta evolución en 2020 contrasta con la rentabilidad superior a la media europea que venía presentando la banca española después de la crisis financiera global. En todo caso, la rentabilidad del sector bancario español ha venido marcada en el último año, como se ha comentado anteriormente, por algunos elementos extraordinarios. Si se excluyen los resultados extraordinarios de las entidades españolas, se observan ratios más favorables, con un ROE en

LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS COMPARAN DESFAVORABLEMENTE CON EL CONJUNTO DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN 2020 EN TÉRMINOS DE RENTABILIDAD Y RATIO CET1

El ROE de las principales entidades de depósito españolas se situaba en diciembre de 2020 en el -3,9 %, muy por debajo de la media europea (2 %), rompiendo la tendencia de los últimos años. Este menor ROE se ve fuertemente influido por ajustes extraordinarios negativos, como los ajustes al fondo de comercio de filiales en el extranjero de los dos mayores grupos bancarios. Asimismo, la ratio de CET1 de las entidades de depósito españolas continúa siendo la más baja de entre los principales países europeos. No obstante, esta ratio ha crecido en 2020 para los bancos españoles, y en todavía mayor medida para los bancos de otros principales países europeos, impulsada en buena medida por la revisión de la regulación de requerimientos de capital.



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Los gráficos muestran en color rojo los datos de España, y en color amarillo los datos de Reino Unido.
b Sin tener en cuenta los resultados extraordinarios, la rentabilidad sobre el patrimonio neto de las entidades españolas en 2020 habría sido del 4,3 % y su variación respecto a 2019 de -3,7 puntos porcentuales.
c Los datos de la ABE incluyen a Islandia. A partir del primer trimestre de 2020, los datos agregados de la UE ya no incluyen cifras de los bancos de Reino Unido e incluyen datos de las filiales de los bancos de Reino Unido en los países de la UE.

2020 del 4,3 %, lo que representa una reducción de 3,7 pp respecto al observado en 2019¹⁶.

En términos de solvencia sobre APR, las entidades bancarias españolas ocupaban, en media, en diciembre de 2020, el último lugar entre los principales bancos europeos, pero se situaban en línea con la media europea en términos de ratio de apalancamiento. Los bancos españoles presentaban una ratio de capital de máxima calidad CET1 (12,9 %) a diciembre de 2020 (véase gráfico 2.13.2), 3 pp por debajo de la media europea (15,9 %). La evolución positiva generalizada de esta ratio en 2020 ha venido apoyada para los bancos bajo supervisión del MUS por la reforma rápida de los requisitos de capital (informalmente referida como *quick-fix*). Es necesario tener en cuenta que esta diferencia con la media europea, en términos de la ratio de solvencia sobre APR o de la ratio CET1, ya se observaba antes de la crisis del COVID-19, y que obedece a una mayor densidad de activos, en parte por factores estructurales como el mayor uso del método estándar por parte de los bancos

¹⁶ La comparativa rigurosa con el resultado de otros bancos europeos requeriría un detalle comparable sobre la influencia de los elementos extraordinarios en su resultado de 2020.

españoles. De hecho, si se mide la solvencia en términos de la ratio de apalancamiento, las entidades significativas españolas (5,8 %) se sitúan en línea con la media europea, y por encima de los países de mayor tamaño, excepto Italia.

2.1.3 Evolución de los riesgos operacionales de las entidades de depósito

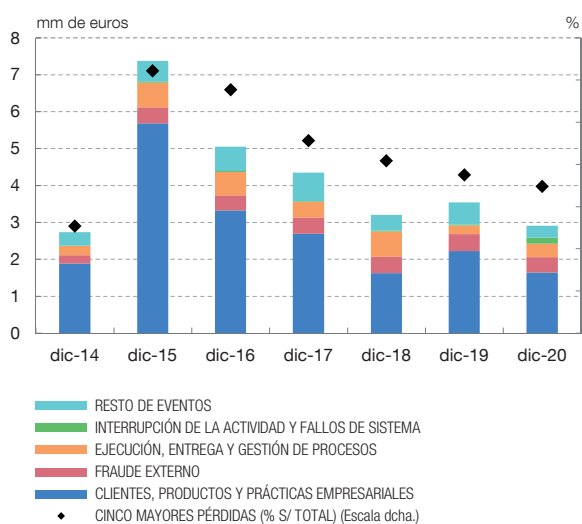
En los últimos años se observa un menor impacto de los riesgos operacionales en términos de pérdidas para las entidades de depósito. Este comportamiento se explica, en parte, por la caída en las reclamaciones de los clientes (especialmente, las relativas a préstamos hipotecarios) que, en ocasiones, se han resuelto en vía judicial en contra de las entidades de depósito españolas, y que, en algunos casos, todavía están pendientes de resolución (véase gráfico 2.14.1).¹⁷ Sin embargo, han aumentado otro tipo de eventos de pérdida por riesgo operacional y, en particular, los relativos al fraude externo, que en muchos casos están asociados a brechas de ciberseguridad, si bien las pérdidas por este concepto han registrado un crecimiento más moderado. Por su parte, se mantienen relativamente estables los eventos relacionados con la ejecución, entrega y gestión de procesos, mientras que crecen los relativos a clientes (en su conjunto, más allá de las reclamaciones), productos y

Gráfico 2.14

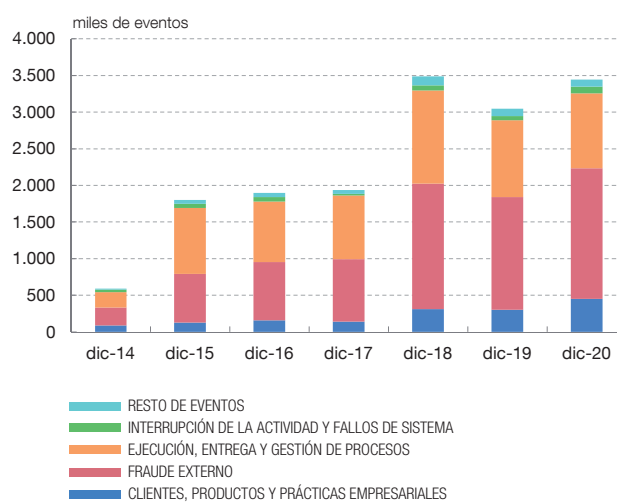
LAS PÉRDIDAS POR RIESGO OPERACIONAL SE HAN REDUCIDO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS, AUNQUE CRECE EL NÚMERO DE EVENTOS

El importe de pérdidas por riesgo operacional se redujo significativamente entre 2015 y 2018, especialmente, las relacionadas con los clientes, productos y prácticas empresariales, habiéndose estabilizado en los últimos años. Por el contrario, continúa aumentando el número de eventos de pérdida y, en particular, aquellos relacionados con el fraude externo.

1 RIESGO OPERACIONAL. IMPORTE TOTAL DE PÉRDIDAS
Datos consolidados. Diciembre de 2020



2 RIESGO OPERACIONAL. NÚMERO DE EVENTOS
Datos consolidados. Diciembre de 2020



FUENTE: Banco de España.

17 Véase Memoria de reclamaciones del Banco de España (2019).

prácticas empresariales, que representan, asimismo, una mayor proporción de las pérdidas por riesgo operacional, aunque esta ha descendido desde 2015 (véase gráfico 2.14). Así mismo, se ha registrado una caída de los activos ponderados por riesgo operacional, que se han reducido un 6,5% en el último año debido principalmente a la disminución de los ingresos netos del sector, y al menor contravalor de la parte de ingresos en moneda extranjera por depreciación de ciertas divisas como las latinoamericanas, que es la principal variable para calcular los requerimientos de capital por riesgo operacional bajo el método básico y estándar, que es prevalente entre las entidades españolas.

2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

2.2.1 Sector financiero no bancario

Establecimientos financieros de crédito

Los establecimientos financieros de crédito (EFC) mostraron un fuerte descenso del crédito concedido durante 2020 y un empeoramiento de la ratio de dudosos. El saldo vivo del crédito concedido por los EFC en España ascendió en diciembre de 2020 a 41,3 mm de euros, lo que supone un 18,9% menos que en el año anterior. Si se excluye el impacto de las operaciones corporativas sobre el sector¹⁸, y se considera solamente la evolución de las EFC que existen a diciembre de 2020, su crédito vivo habría descendido un 6,4% en el último año. En cualquier caso, se trata de una contracción importante en comparación con las tasas observadas en los años precedentes, debido al impacto de la crisis sanitaria en el crédito al consumo, principal fuente de negocio de este tipo de entidades (véase gráfico 2.15).

El peor comportamiento del crédito ha contribuido al empeoramiento de la ratio de dudosos en los dos primeros trimestres de 2020. En la segunda parte del año, el incremento se ha moderado, hasta situarse esta ratio en el 6,5% (0,9 pp más que en diciembre de 2019) para los EFC existentes a diciembre de 2020. A pesar de ello, el volumen de dudosos está experimentando crecimientos muy significativos, en línea con los dudosos de las carteras de consumo de las entidades de depósito. Y esto, a pesar de que los acreditados se han acogido a moratorias en una cuantía significativa.

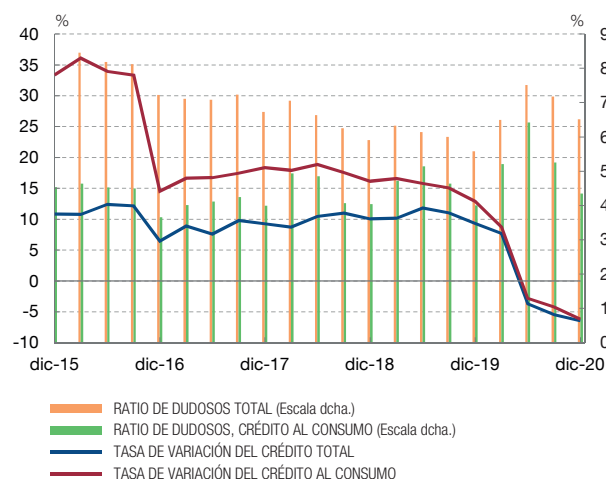
Los resultados de estas entidades también empeoraron notablemente en el último ejercicio. Durante el 2020 los resultados de los EFC han disminuido un 19% en tasa

¹⁸ Durante 2020, una entidad de depósito ha absorbido una EFC de considerable tamaño, por lo que aproximadamente tres cuartas partes del descenso global se debe a este hecho.

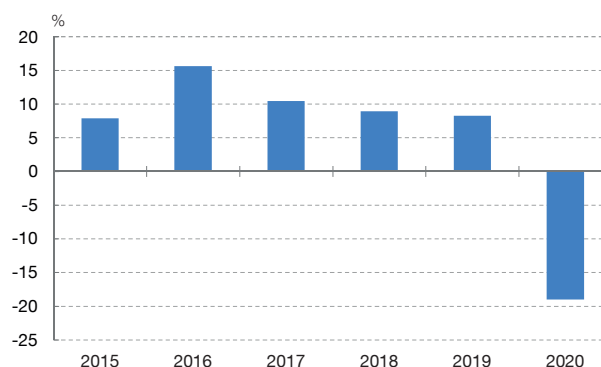
EN EL ÚLTIMO AÑO, LOS EFC HAN MOSTRADO UN NOTABLE DESCENSO EN EL CRÉDITO CONCEDIDO, UN MODERADO REPUNTE EN LA RATIO DE DUDOSOS Y SU CUENTA DE RESULTADOS SE HA VISTO FUERTEMENTE AFECTADA POR LA PANDEMIA (a)

La pandemia del COVID-19 ha afectado de forma especialmente importante a los establecimientos financieros de crédito. Estas entidades, especializadas en la concesión de crédito al consumo, han mostrado un notable descenso en el crédito concedido, del 6,4 % para el conjunto del año. La ratio de dudosos sufrió un importante impacto durante los dos primeros trimestres del año, si bien posteriormente se ha moderado, para cerrar el año algo por encima de la ratio observada doce meses antes. Con respecto a los resultados, el descenso en el margen de intereses y en las comisiones ha resultado en una caída de los beneficios anuales del 19 %, frente a los crecimientos de los ejercicios precedentes.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO Y RATIO DE DUDOSOS EN LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO (b)



2 TASA DE VARIACIÓN DE LOS RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO



FUENTE: Banco de España.

- a El análisis se ha realizado con el conjunto de EFC existentes a diciembre de 2020, excluyendo, por tanto, los efectos de las operaciones corporativas llevadas a cabo en los últimos años.
- b La mayor ratio de dudosos total en relación a la del segmento de consumo se debe a la especialización de una EFC de mayor tamaño relativo en créditos hipotecarios con un perfil de riesgo elevado.

interanual, lo que contrasta con las variaciones positivas observadas en los últimos años. La especialización en créditos destinados a operaciones de consumo permitió en el pasado a los EFC obtener rentabilidades más elevadas que las de otras entidades, al ser un segmento de negocio también más arriesgado. Como se ha mencionado, el impacto de la pandemia en el consumo ha sido más intenso que en otros segmentos, por lo que el margen de intereses y las comisiones han mostrado fuertes retrocesos durante este año, explicando la caída del beneficio. Debido al carácter especializado de estas entidades, tanto los resultados como sus ratios de dudosos podrían experimentar presiones al deterioro adicionales durante los próximos trimestres si las restricciones asociadas a la pandemia se mantuvieran, especialmente en las carteras en moratoria.

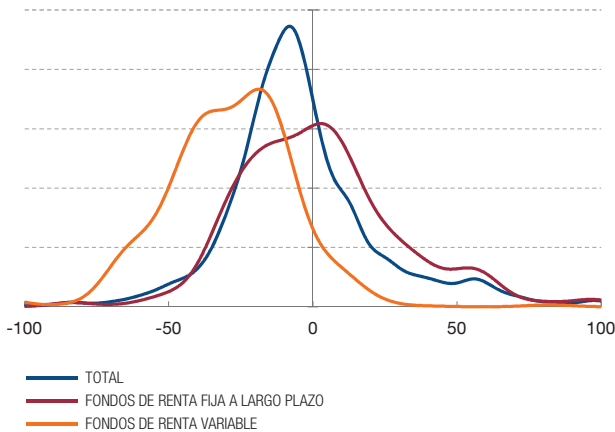
Fondos de inversión

A pesar del impacto negativo del estallido de la pandemia del COVID-19 en el primer trimestre de 2020, el patrimonio de los fondos de inversión registrados en

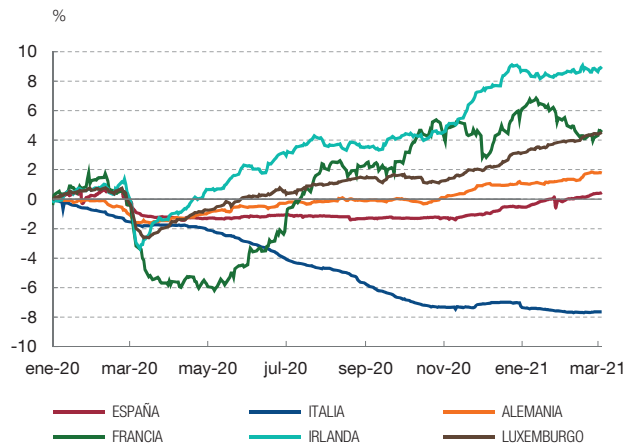
DEPUÉS DEL IMPACTO ADVERSO INICIAL DE LA PANDEMIA DEL COVID-19, EL PATRIMONIO Y LAS ENTRADAS NETAS EN EL CAPITAL DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN SE HAN RECUPERADO DE FORMA GENERALIZADA

La recuperación a partir del segundo trimestre de 2020 ha permitido que el patrimonio de los fondos de inversión registrados en España alcance en diciembre de 2020 un volumen similar al del año anterior, con una tasa de variación interanual próxima a cero. Sin embargo, el valor mediano de la distribución de la variación del patrimonio de los fondos de inversión se sitúa en terreno negativo, especialmente en los fondos de renta variable. En marzo de 2020, con el estallido de la pandemia del COVID-19, los fondos de inversión de algunos países europeos experimentaron importantes salidas netas de capital. No obstante, en el segundo semestre del año pasado y el comienzo de 2021 se han recuperado las entradas netas de flujos de capital en la mayor parte de los países europeos, especialmente en Irlanda y Francia, con la excepción de Italia.

1 FONDOS DE INVERSIÓN. DISPERSIÓN DE LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO
Diciembre de 2019 vs Diciembre de 2020 (a) (b) (c)



2 FLUJOS DE FONDOS DE INVERSIÓN (d)



FUENTES: Inverco y Refinitiv.

- La categoría «fondos de renta fija a largo plazo» incluye los fondos de inversión de renta fija a largo plazo, mixto renta fija, renta fija internacional y mixto renta fijo internacional. La categoría «fondos de renta variable» incluye los fondos de inversión de renta variable, mixto renta variable, renta variable internacional, y mixto renta variable internacional. El total incluye las dos categorías anteriores, junto con los fondos monetarios, fondos de renta fija a corto plazo, fondos de inversión libre, fondos de gestión pasiva, fondos de retorno absoluto, fondos globales, y fondos de inversión garantizados.
- El gráfico muestra la función de densidad de la variación del patrimonio de los fondos de inversión, ponderadas por el importe del patrimonio del año anterior. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la misma, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.
- Los componentes de la contribución a la variación del patrimonio de los fondos de inversión (suscripciones netas y rentabilidad) presentan un coeficiente de correlación para el total y los fondos de renta fija a largo plazo de 0,01 y para los fondos de renta variable de 0,20.
- Cambio acumulado en las entradas o salidas netas de capital de fondos de inversión, en porcentaje y en relación con el patrimonio de los fondos de cada país el 15 de enero de 2020, a partir de una muestra representativa de fondos domiciliados en países de la zona euro.

España cerró 2020 cerca de los niveles previos al inicio la crisis sanitaria. En el último año, el patrimonio de los fondos de inversión se redujo en España solo un 0,05 %, a pesar de la caída del 10,5 % registrada en el primer trimestre del mismo. Este comportamiento agregado esconde que más de la mitad de los fondos registrados en España redujo su patrimonio en 2020, en particular, los fondos de inversión de renta variable (véase gráfico 2.16.1), muy condicionados por los efectos negativos en su patrimonio de las variaciones adversas de precios de este tipo de activo tras el estallido de la pandemia. Asimismo, se observa cierta heterogeneidad en la contribución de los componentes de suscripciones netas y de rentabilidad a la variación del patrimonio, tanto entre fondos de inversión, como entre categorías de fondos de inversión. En el primer trimestre de 2021, el patrimonio de los fondos de inversión registrados en España ha crecido (4,7 % respecto a diciembre de 2020), tanto por suscripciones netas como por rentabilidad.

En los últimos meses han aumentado notablemente las entradas de flujos de capital de los fondos de inversión de la zona del euro. El gráfico 2.16.2 presenta la variación acumulada de los flujos de capital desde principios de 2020 para una muestra representativa de fondos de inversión de los principales países de la zona euro. Tras el estallido de la pandemia del COVID-19 se registraron importantes salidas netas, que revertieron a partir de mediados de año en todos los países menos en Italia. La recuperación se ha acelerado en el tramo final del año, especialmente en los fondos de renta variable. Esta evolución es consistente con el impacto positivo que han tenido sobre este mercado las noticias sobre las vacunas contra el COVID-19, que condujeron a un mayor apetito por el riesgo de los inversores. En el caso de los fondos de inversión españoles, el patrón de entradas y salidas de capital está resultando, en comparación con otros países europeos, más estable en esta crisis. Así, se observa un menor flujo de salidas al comienzo de la pandemia, pero también un ritmo menor de entradas en la fase de recuperación. Esto podría deberse al elevado peso de los inversores minoristas en el capital de los fondos de inversión, con un patrimonio a priori menos sensible a caídas en su rendimiento y, en general, a episodios de volatilidad en los mercados¹⁹.

Fondos de pensiones y compañías de seguros

Los flujos de aportaciones netas a fondos de pensiones han experimentado un importante aumento en el último año. Así, aunque las aportaciones brutas se han mantenido en niveles similares a los del año 2019, las aportaciones netas han crecido más de un 40 %, en particular, en los sistemas individuales. Esta dinámica podría verse afectada por el nuevo marco fiscal aplicable a los fondos de pensiones. El activo de los planes de pensiones ha crecido en 2020 un 1,8 % en tasa interanual, mostrando también un comportamiento expansivo en el primer trimestre de 2021 (crecimiento de 2,4 % desde diciembre 2020). Por su parte, la rentabilidad media anual de los fondos de pensiones se ha situado en diciembre de 2020 en el 0,7 %, y la rentabilidad a largo plazo (25 años) en el 3,4 %.

El sector asegurador mejoró en 2020 sus niveles de solvencia y rentabilidad a pesar de la irrupción de la pandemia de COVID-19, con una evolución desigual de los segmentos de Vida y No Vida. La ratio de solvencia (SCR por sus siglas en inglés) fue del 237,8 % frente al 237 % del año 2019, al tiempo que el ROE mejoraba del 13,5 % en 2019 al 14,9 % en 2020. Los ingresos por primas del sector de No Vida crecieron ligeramente (1 %), por la fortaleza de los seguros de salud y multiriesgo, mientras que las primas de Vida decrecieron a doble dígito, dando lugar a una caída global de los ingresos por primas del sector del 8,2 %²⁰. Esta reducción de ingresos

19 Sobre la relación entre rendimiento del fondo y tipo de tenedor véase artículo de Javier Gil-Bazo, Peter Hoffmann y Sergio Mayordomo: «Mutual Funding». The Review of Financial Studies, Volume 33, Issue 10.

20 Los seguros de vida pueden cubrir el riesgo de fallecimiento y/o incorporar un componente de ahorro ligado a la supervivencia del asegurado (siendo posibles los contratos mixtos que combinan ambos elementos), mientras que los seguros de no vida cubren una amplia variedad de riesgos (automóvil, salud, siniestros, hogar, etc.). Datos obtenidos de ICEA.

fue más que compensada por la caída de gastos de siniestralidad y gastos de explotación, explicando el sostenimiento de la rentabilidad.

2.2.2 Interconexiones de los bancos con el sistema financiero no bancario

El análisis de las interconexiones entre los diferentes componentes del sistema financiero español permite identificar fuentes de riesgo comunes, que podrían contribuir a la transmisión de tensiones dentro del mismo en caso de la materialización de los riesgos para la estabilidad que plantea la crisis actual.

Para ello, esta sección se centra en el análisis de las calificaciones crediticias de las tenencias comunes —es decir, títulos que se encuentran en la cartera de más de un sector financiero— de las carteras de valores negociables de los sectores financieros en el cuarto trimestre de 2020²¹. En concreto, se estudian estas tenencias, con énfasis en los títulos emitidos por las sociedades no financieras, para bancos, compañías de seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones residentes. En relación al activo total de cada sector financiero, las carteras de valores negociables representaban al final del año pasado un 24 % en el caso del sector bancario y alrededor del 80 % para los sectores financieros no-bancarios (SFNB) residentes mencionados anteriormente²².

El principal riesgo es que se produzcan rebajas de calificación crediticia de algunos emisores vulnerables, que podrían desencadenar ventas forzadas y pérdidas (realizadas o de valoración) para bancos y SFNB. Las ventas forzadas podrían ser realizadas por algunos intermediarios financieros que, por su mandato, solamente pueden invertir en títulos por encima de una determinada calificación crediticia o agentes, como los fondos de inversión, que pueden sufrir retiradas de efectivo en periodos de estrés²³. Esta situación podría deteriorar la liquidez y originar caídas abruptas de precios en varios mercados, que se podrían transmitir de un sector financiero a otro dada la exposición a los mismos emisores. Hasta ahora, las medidas adoptadas para aliviar el impacto de la crisis sanitaria han contribuido a la mitigación temporal del riesgo de crédito de los agentes económicos. Igualmente, las decisiones adoptadas en el diseño del programa de compras de activos del BCE también han mitigado los posibles efectos no lineales en los precios de un deterioro

21 Los valores negociables incluyen tanto instrumentos de renta fija como de renta variable, en particular pueden incluir participaciones en el capital de fondos de inversión. El rating de cada emisor a una fecha determinada es asignado a todos sus valores emitidos.

22 A diciembre de 2020, la cartera de valores negociables del sector bancario valorada a precios de mercado se aproximaba a los 661 mm de euros, mientras que las carteras de los SFNB eran de mucho menor tamaño: 276 mm de euros la de las compañías de seguros; 263 mm de euros, fondos de inversión y 119 mm de euros, fondos de pensiones.

23 Véase la Sección 2.2.2. del IEF del Banco de España de Otoño 2020 o Rodríguez de Codes *et al.* (2020), *Retos asociados al uso de las calificaciones crediticias de las agencias en el contexto de la crisis del COVID-19*, Sección 4, *Revista de Estabilidad Financiera de Otoño 2020*, Número 39.

de las calificaciones²⁴. También las agencias de calificación han revisado en menor medida que en otras crisis sus calificaciones. No obstante, numerosos emisores, especialmente las SNF, se encuentran actualmente en una situación vulnerable, como sugieren las perspectivas negativas de los análisis de las agencias de calificación, por lo que podrían sufrir rebajas de sus calificaciones en caso de un empeoramiento o de la prolongación de la crisis económica²⁵.

En España, más del 50 % de los títulos de la cartera de cada sector financiero estaba clasificado a finales de 2020 por encima del nivel de grado de inversión (superior a BBB- y equivalentes). Este porcentaje sería significativamente más alto si se consideraran solamente los activos de renta fija. Los bancos y las compañías de seguros contaban con los porcentajes más elevados de títulos en el grado de inversión, con un 66 % y un 80 % de las tenencias por encima de este grado. Para los fondos de inversión y de pensiones, estos porcentajes estaban en torno al 51 % y el 57 %, respectivamente, dado el mayor volumen de títulos sin calificación en sus carteras. Analizando en más detalle estos dos subsectores, no obstante, los valores fuera del grado de inversión se concentraban al final del año pasado en instrumentos sin *rating* asignado, que representaban el 44,5 % y el 39 % del total de las tenencias en cada caso. Dentro de estos instrumentos sin *rating* asignado, predominaban las participaciones en el capital de otros fondos de inversión (un porcentaje superior al 30 % de la cartera) que, por su naturaleza, no son objeto de calificación como los títulos de renta fija. Por el contrario, la presencia de instrumentos de renta fija sin *rating* asignado era marginal.

El peso de las tenencias de títulos clasificados en las categorías superiores (de A- a AAA+ y equivalentes) era mayor para las compañías de seguros, un 60%, significativamente por encima del 27 % para fondos de inversión, y del 35 % para fondos de pensiones y bancos. Estas cifras reflejaban en gran medida las mayores tenencias de títulos de deuda pública por parte de bancos y compañías de seguros, deuda emitida principalmente por el Estado Español. Finalmente, las tenencias situadas en el límite del grado de inversión, en la franja BBB, representan entre el 20 – 25 % de la cartera en el caso de los SFNB y un 31 % para el sector bancario.

Las calificaciones de los títulos comunes que el sector bancario mantiene con los SFNB se concentraban en las más elevadas, entre A- y AAA+, (véase gráfico 2.17.1).

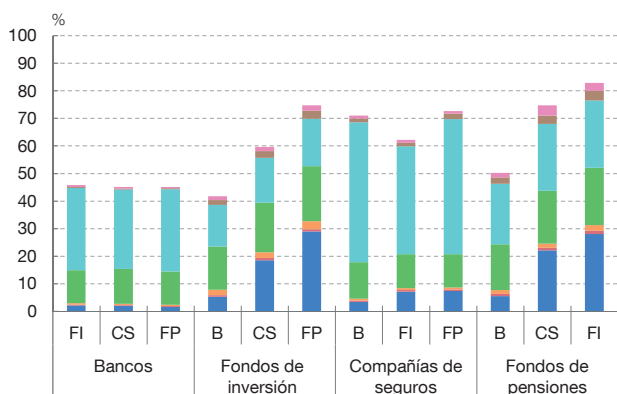
24 En abril de 2020, el Consejo de Gobierno del BCE tomó determinadas medidas para flexibilizar los criterios de admisión para los activos recibidos como garantía en las operaciones de financiación con las entidades financieras, entre las que destacaban la relajación de las condiciones para el uso de activos no negociables (préstamos y créditos) como garantía y la reducción de los recortes de valoración para activos tanto negociables como no negociables. A la vez, para mitigar el impacto de las bajadas de *rating* sobre la disponibilidad de los activos de garantía, se decidió preservar temporalmente la aceptación de los activos negociables y de los emisores de estos que el 7 de abril de 2020 cumplían unos requisitos mínimos de calidad crediticia.

25 Véase el Box 1 y 3 del [Capítulo 2 del Financial Stability Review del BCE - Noviembre 2020](#).

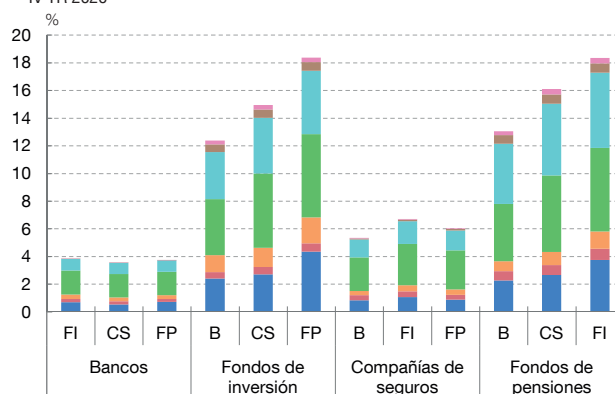
LAS TENENCIAS COMUNES EN DISTINTOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS DE VALORES CON CALIFICACIONES EN EL LÍMITE DEL GRADO DE INVERSIÓN SON IMPORTANTES PARA FONDOS DE INVERSIÓN Y DE PENSIONES

Para los fondos de inversión y de pensiones, el peso de sus tenencias comunes de títulos emitidos por SNF calificadas en el límite del grado de inversión, y por tanto más vulnerables ante un empeoramiento de la situación económica, es relativamente elevado. Por el contrario, esta proporción en términos del total de la cartera del sector bancario y de las compañías de seguros es más reducida.

1 PESO DE LAS TENENCIAS COMUNES TOTALES SOBRE LA CARTERA TOTAL (a)
IV TR 2020



2 PESO DE LAS TENENCIAS COMUNES DE TITULOS CORPORATIVOS SOBRE LA CARTERA TOTAL (a)
IV TR 2020



■ SIN RATING ■ CCC E INFERIOR ■ DE BB+ A B- ■ DE BBB+ A BBB- ■ DE A+ A A- ■ DE AA+ A AA- ■ De AAA+ a AAA-

FUENTES: Securities Holding Statistics by Sector y Refinitiv.

a FI, CS, FP y B se refieren a fondos de inversión, compañías de seguros, fondos de pensiones y bancos, respectivamente. Cada sector mantiene tenencias comunes con otros sectores, como representan las distintas columnas del gráfico al mostrar las tenencias comunes entre cada par de sectores. Por ejemplo, la primera columna del panel izquierdo indica que las tenencias comunes entre bancos y fondos de inversión representan un 48 % del total de la cartera del sector bancario; de las mismas, aproximadamente un 12 % está situado en el grado de inversión (de BBB+ a BBB-). Se tiene en cuenta el valor de mercado de las tenencias que reportan las entidades (o, en su caso, el valor razonable). Se emplea el último rating disponible a 29.1.2021, homogeneizado según la escala de calificaciones crediticias de S&P.

El porcentaje observado de títulos comunes entre cada par de sectores²⁶ ha variado ligeramente con respecto al ejercicio similar realizado en 2020²⁷ y es especialmente elevado en el caso de los SFNB. Las tenencias comunes entre bancos y los SFNB situadas en el límite del grado de inversión, representaban en diciembre de 2020 un porcentaje relativamente reducido en términos del total de la cartera de valores de los bancos, en torno al 12 %. El peso de los títulos en el límite del grado de inversión en las tenencias comunes con otros sectores eraes más importante para fondos de inversión y de pensiones (en torno al 20 %).

En diciembre de 2020, el peso de las tenencias que carecían de calificación en las carteras de fondos de inversión y de pensiones era elevado. En concreto, se encontraban en esta situación cerca del 40 % de las tenencias de estos dos subsectores, como ya se ha apuntado antes, frente al 29 % en el sector bancario y

26 Cada sector financiero mantiene en su cartera títulos que también han adquirido los otros sectores y que pueden ser títulos emitidos por empresas no financieras, gobiernos u otros intermediarios financieros. Por ejemplo, si un banco y un fondo de inversión han adquirido partes de la misma emisión de bonos de una empresa del sector del transporte, los importes correspondientes a esas tenencias entran en el cómputo de las tenencias comunes.

27 Véase el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de primavera 2020.

el 16 % en el asegurador. Esto se reflejaba también en el porcentaje de tenencias comunes entre estos dos sectores y entre cada uno de ellos y las aseguradoras. No obstante, dejando aparte las participaciones en otros fondos que, como ya se ha indicado superan el 30 % de la cartera, las tenencias que no han sido valoradas por las agencias de *rating* no están sujetas al riesgo de ventas forzadas ante posibles rebajas crediticias. Sin embargo, se podría esperar que, al carecer de calificación, tengan mercados secundarios poco profundos, lo que dificultaría su venta ante posibles necesidades de liquidez y podrían generar más presión a la baja sobre los precios en un episodio de tensión.

Las tenencias por parte de los bancos de bonos o acciones emitidas por SNF eran reducidas al final del año pasado, alrededor de un 4,5% del total de su cartera de valores negociables, e inferiores a las del SFNB. El peso de estos títulos corporativos en las carteras de los SFNB era más elevado, con un 10 % en el caso de las aseguradoras y alrededor del 20 % en el caso de los fondos de inversión y fondos de pensiones. Aproximadamente el 40 % de las tenencias de títulos corporativos en manos de los bancos consistía en títulos emitidos por SNF españolas, mientras que ese porcentaje era inferior para los SFNB, entre el 18 y 34 %²⁸.

Los fondos de inversión y de pensiones mantenían el mayor porcentaje de tenencias comunes de títulos corporativos en relación al tamaño de la cartera, entre el 12% y el 17% para cada sector (véase gráfico 2.17.2). Las tenencias de títulos corporativos situadas en el límite del grado de inversión oscilaban en diciembre de 2020 entre el 4 y el 6 % de las carteras de estos subsectores. Para bancos y compañías de seguros, las tenencias comunes de títulos corporativos eran inferiores al 4 % y al 6,5 %, respectivamente. En el gráfico 2.17, se observa que cuando se excluyen los títulos distintos de los corporativos, el peso de las tenencias comunes disminuye significativamente en magnitudes superiores a 30 pp sobre el volumen total de la cartera. Este efecto evidencia la relevancia que tiene el resto de exposiciones comunes distintas de los valores corporativos (especialmente la deuda pública) como posible canal de transmisión de las perturbaciones de los mercados a todos los sectores financieros.

28 Los datos utilizados en este análisis se agrupan a nivel sectorial, pero sin consolidación intra o inter-sectorial, lo que supone que las SNF pueden tener filiales clasificadas en los sectores de los intermediarios financieros, a través de las cuales se financian vía emisión de títulos, pero como la información consolidada no está disponible, estas exposiciones no están incluidas en el análisis como valores emitidos por SNF.

SEGUIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS CON AVALES ICO

En el RDL 8/2020, de 17 de marzo, se aprobó una línea de avales por cuenta del Estado para empresas y autónomos de hasta 100.000 millones de euros. Dicha línea pretendía que las empresas pudieran acceder a la financiación necesaria para atender las necesidades de liquidez generadas como consecuencia de las restricciones a la actividad y la movilidad adoptadas para combatir la pandemia. El RDL 25/2020 activó una segunda línea de avales para cubrir fundamentalmente necesidades de financiación vinculadas a la inversión por un importe máximo de 40.000 millones de euros¹. El RDL 34/2020, además de extender el plazo de solicitud de avales hasta junio de 2021, amplió, previa solicitud de la empresa afectada, el vencimiento de las operaciones avaladas hasta ocho años (respecto a los 5 años en el RDL 8/2020) y el periodo de carencia hasta 24 meses (respecto a 12 meses en el RDL 8/2020).

Con datos a diciembre de 2020, el importe avalado se encontraba alrededor de los 88 mm de euros, lo que

suponía una financiación total concedida a sociedades no financieras (SNF) y empresarios individuales (EI) en torno a los 115 mm de euros. Esta cifra incluye tanto los préstamos dispuestos por un importe de 93 mm de euros, como líneas de crédito por 22 mm de euros. El incremento en el volumen total de crédito dispuesto de empresas y empresarios individuales desde marzo de 2020, de alrededor de 30 mm de euros, es en buena medida consecuencia del elevado importe de operaciones procedente del programa de avales, en particular en el segundo trimestre del año pasado. Durante el tercer y cuarto trimestre, el crédito del programa de avales y las nuevas operaciones fuera del mismo no han podido compensar las amortizaciones y el paso a fallidos, produciéndose una caída leve pero continuada en este *stock* de crédito (véase gráfico 1).

En términos de la relación entre el crecimiento de la financiación concedida a las SNF y EI, y el peso que el programa de avales tiene dentro de esta cartera para las entidades crediticias, se encuentra una correlación positiva

Gráfico 1
VARIACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES ENTRE MARZO Y DICIEMBRE DE 2020
Datos Individuales. Negocios en España. Entidades de depósito

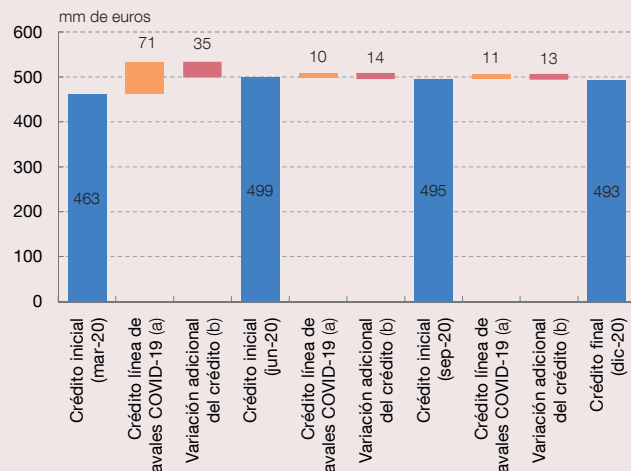
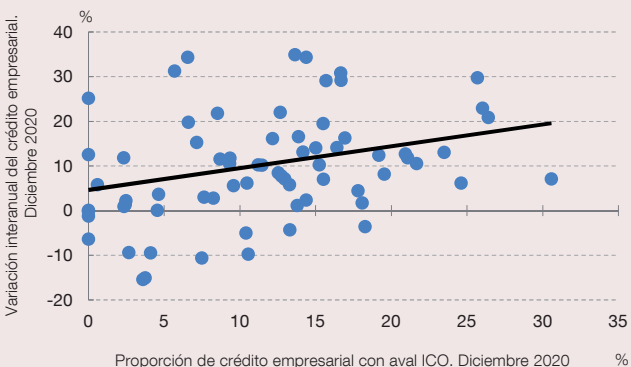


Gráfico 2
RELACION ENTRE IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA DE AVALES ICO Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO PARA LAS ACTIVIDADES EMPRESARIALES (c)
Datos Individuales. Negocios en España. Entidades de depósito



FUENTES: ICO y Banco de España.

- a Línea de avales COVID-19 del RDL 8/2020, con límite de 100 mm de euros. El importe total del crédito concedido avalado hasta diciembre de 2020 asciende a 115 mm de euros, siendo el importe efectivamente dispuesto por sociedades no financieras y empresarios individuales de 93 mm de euros.
- b La variación adicional del crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales refleja la variación del *stock* de crédito no explicada por la implementación del programa de avales COVID-19, correspondiente a la diferencia neta de nuevas concesiones fuera del programa de avales y las amortizaciones y traspasos a fallidos.
- c El crédito empresarial incluye el conjunto de los préstamos a empresas y empresarios individuales proporcionados por las entidades de depósito.

1 Posteriormente, los acuerdos de Consejo de Ministros de 24 de noviembre y 22 de diciembre de 2020, sobre la ejecución de esta línea de avales, han activado el segundo, tercer y cuarto tramo de la misma, por importe de 2.550, 250 y 500 millones de euros, también para cubrir, en el segundo tramo, necesidades de liquidez de empresas en la fase de convenio de un proceso de concurso de acreedores.

SEGUIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS CON AVALES ICO (cont.)

entre ambos (véase gráfico 2). De esta manera se observa que las entidades con una mayor participación en el programa de avales, aparecen asociadas a mayores crecimientos del crédito a la actividad empresarial en 2020.

La comparativa de las empresas que obtuvieron préstamos con aval del ICO en el año 2020 y aquellas que no, permite identificar si las primeras presentan características asociadas a mayores riesgos². Para ello, se consideran las empresas declarantes a la CIRBE en diciembre de 2019 que no figurasen en situación de morosidad a esa fecha (requisito para ser seleccionable en el programa de avales), y se cruzan con la información de la Central de Balances del Banco de España (CBBE) de finales de 2018 (última muestra completa disponible). Se observa que las empresas beneficiarias del programa de avales presentaban una menor ratio de fondos propios sobre activos, un coste medio de la deuda más elevado, una menor productividad de las ventas (medida como ventas/empleados), y tenían plazos más cortos en su deuda bancaria (véase gráfico 3).

También eran más pequeñas y más jóvenes. Sin embargo, estas empresas también presentaban mayores ratios de rentabilidad y liquidez. Todo ello sugiere que las empresas que se acogieron a la línea de avales presentaban, ex-ante, un perfil de riesgo algo más elevado que las que no lo hicieron³. Esta conjetura está en línea con su comportamiento a nivel de riesgo de crédito, ya que estas empresas han sido clasificadas como de riesgo en la CIR (vigilancia especial, dudosa subjetiva o morosa) hasta finales de 2020 en mayor proporción que las que no se beneficiaron del programa de avales. Todos estos resultados se confirman con un análisis econométrico multivariante que controla por todas estas características citadas y otras más, como el sector, la ubicación geográfica de la empresa y su principal banco financiador.

Utilizando el conjunto de empresas y empresarios individuales en CIRBE (véase gráfico 4), se observa que, para las empresas, el 35,8% de la financiación dispuesta vinculada al programa de avales ICO se encuentra asignada

Gráfico 3
CARACTERÍSTICAS FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS ACOGIDAS AL PROGRAMA DE AVALES DEL ICO (a)

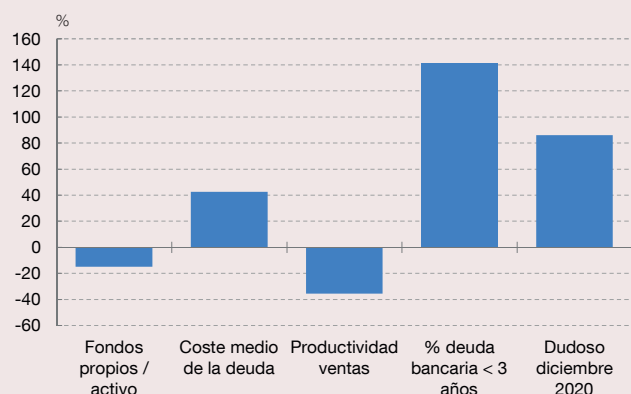
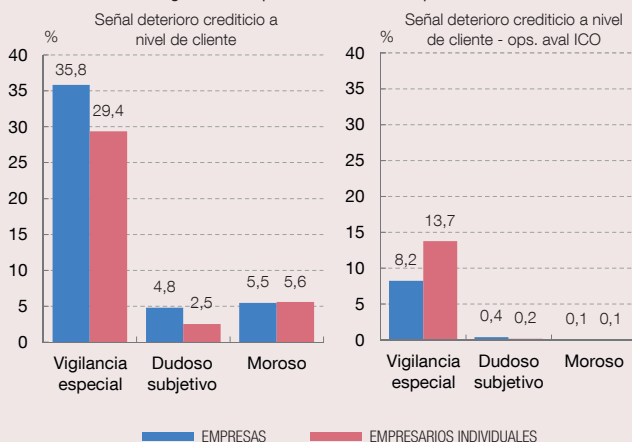


Gráfico 4
PROPORCIÓN DE VOLUMEN DE PRÉSTAMOS CON AVAL ICO DE CLIENTES CON SEÑALES DE DETERIORO CREDITICIO. DICIEMBRE DE 2020 (b)
Datos Individuales. Negocios en España. Entidades de depósito



FUENTE: Banco de España.

- a Para cada característica financiera se muestra la diferencia relativa (en porcentaje) entre su valor medio en las empresas que han obtenido algún préstamo con aval del ICO y su valor medio en aquellas empresas que no tienen este tipo de financiación.
- b En el análisis a nivel cliente, se identifica para cada empresa o empresario individual con algún préstamo avalado por el ICO todos los posibles deterioros en todas sus operaciones de préstamo, con o sin aval del ICO, con las entidades que le han concedido operaciones con aval del ICO o con otras. Si ese cliente presenta operaciones con problemas por encima de un umbral de materialidad mínimo, se le marca como cliente con alguna señal de deterioro. En el análisis a nivel cliente-operaciones avaladas, se examinan exclusivamente los posibles problemas crediticios en el conjunto de las operaciones con aval ICO de estos clientes.

2 Para este análisis, es necesario excluir a los empresarios individuales, al no disponer de información adecuada de balance y cuenta de resultados para ellos.
3 En el recuadro 1.2 se identifica que, para el conjunto del crédito empresarial, fueron las empresas con menor perfil de riesgo las que crecieron relativamente más. La comparación es aquí distinta, observándose una mayor proporción de empresas con riesgo en el crédito ICO, por lo que se puede deducir que, en ausencia de ese programa, estas empresas se podían haber enfrentado a una restricción de crédito.

SEGUIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS CON AVALES ICO (cont.)

Gráfico 5
NUEVOS PRÉSTAMOS SUJETOS A GARANTÍAS PÚBLICAS POR VENCIMIENTO Y COBERTURA DE LA GARANTÍA. DICIEMBRE DE 2020
 Datos consolidados. Entidades de depósito

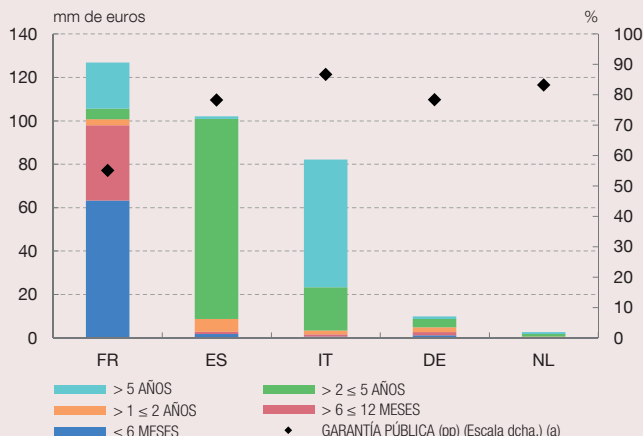
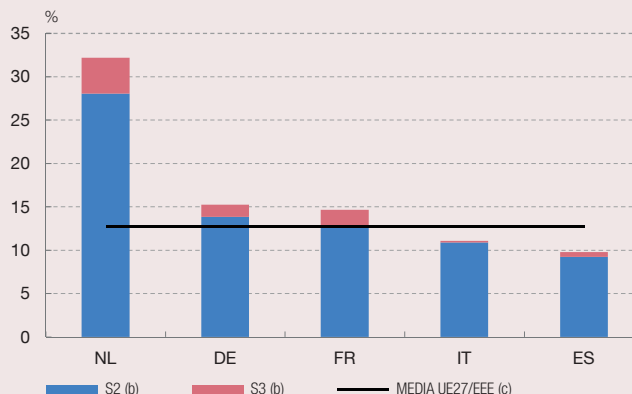


Gráfico 6
NUEVOS PRÉSTAMOS SUJETOS A GARANTÍAS PÚBLICAS POR FASE DE CALIDAD DE CRÉDITO. DICIEMBRE DE 2020
 Datos consolidados. Entidades de depósito



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a La garantía pública indica el porcentaje de cobertura a través de garantías públicas para estos nuevos préstamos.
- b El estado S2 (Stage 2) implica un incremento significativo del riesgo de crédito, pero sin entrar en una situación de impago o de calificación como crédito dudoso subjetivo, que corresponderían a una situación S3 (Stage 3).
- c Los datos de la ABE incluyen a Islandia. A partir del primer trimestre de 2020, los datos agregados de la UE ya no incluyen cifras de los bancos de Reino Unido e incluyen datos de las filiales de los bancos de Reino Unido en los países de la UE.

a acreditados que presentan en el conjunto del sistema algún préstamo en vigilancia especial (29,4% para los empresarios individuales). Igualmente, en torno al 5% del dispuesto avalado corresponde a empresas con algún préstamo dudoso subjetivo (2,5% empresarios individuales), y el 5,5% a empresas con algún préstamo moroso (5,6% empresarios individuales)⁴. Si se examina la existencia de deterioros exclusivamente en la financiación cubierta por el programa de avales, se observan porcentajes mucho menores de exposiciones problemáticas, en torno al 8% del crédito avalado a empresas que se encuentran en vigilancia especial (cerca del 14% en empresarios individuales), mientras que el volumen de préstamos dudosos se encuentra muy por debajo del 1% (esto es más acentuado aún para los empresarios individuales). Es necesario tener en cuenta que muchos de estos préstamos avalados contaban con un periodo de carencia que, probablemente, todavía no haya concluido.

A nivel europeo y con datos de balance consolidados, con los últimos datos publicados por la ABE en su mapa de riesgos correspondiente a diciembre de 2020, el volumen de nuevos préstamos a sociedades no financieras acogidos a los programas de avales públicos ascendía a 342,9 mm de euros, y se concentraba principalmente en bancos de Francia, España e Italia, que en conjunto alcanzaban el 90,7% del total. Sin embargo, si bien para los bancos franceses el importe garantizado se situaba cerca del 50% y predominaban los préstamos con vencimiento a menos de un año, en España e Italia, el importe garantizado alcanzaba el 80%, y predominaban los préstamos a medio y largo plazo (véase gráfico 5). Por otra parte, la mayoría de los nuevos préstamos con garantía pública eran préstamos en S1 (normales). Así, los nuevos préstamos en S2 (con incremento significativo del riesgo) y S3 (morosos) a nivel europeo se situaban en el 12,7% del total, pero destaca el elevado peso de los nuevos préstamos en S2 y S3 de los bancos de Países Bajos (32%) (véase gráfico 6)⁵.

4 Se aplica un filtro de materialidad del 5% sobre la exposición crediticia total en el sistema del acreditado para determinar si se encuentra en situación problemática. No se busca con este indicador determinar un criterio de arrastre de acuerdo con la regulación contable, sino buscar señales generales que permitan la detección temprana de deterioros de la calidad crediticia.

5 Las categorías de riesgo de crédito S1, S2 y S3, según la NIIF 9 (similares a las categorías normal, en vigilancia especial y dudoso), son las utilizadas por la ABE.

SEGUIMIENTO DE LOS PROGRAMAS DE MORATORIAS SOBRE PRÉSTAMOS

Hasta la fecha, se han aprobado cinco tipos diferentes de moratorias de crédito en España, cuatro de ellos corresponden a programas legales y el otro a acuerdos convencionales^{1,2}. Combinando datos de seguimiento de estos programas reportados por las entidades de crédito al Banco de España con la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), en este Recuadro se analiza la evolución de su volumen, plazo y calidad crediticia.

Con datos referidos a diciembre de 2020, se habrían concedido en España 1,38 millones de moratorias, con una tasa de aceptación, de más del 92 %. El importe del crédito que ha entrado en moratoria desde marzo de 2020 supera los 56 mm de euros (8 % del total de crédito total en las carteras de préstamos que pueden acogerse a moratorias y 5 % del total de crédito al sector privado no financiero en diciembre de 2020). En este mismo periodo, se han producido

también decaimientos (extinciones, amortizaciones y desistimientos) por un importe de unos 22 mm de euros, por lo que el volumen vigente de préstamos en moratoria a diciembre de 2020 ascendía a unos 34 mm de euros, ligeramente por encima del 3 % de la cartera de préstamos al sector privado no financiero (véase gráfico 1).

La gran mayoría de este volumen vigente correspondía a programas convencionales (más de 32 mm de euros, un 95%). Más de 15 mm de euros de crédito suspendido inicialmente bajo moratorias legales se ha traspasado a moratorias convencionales, ya que el menor plazo de las primeras favorece que, una vez expiradas, se traslade al ámbito bilateral o sectorial. Alrededor del 85 % de estas moratorias vigentes vencerán a lo largo del primer semestre del año 2021 (véase gráfico 2), concentrándose los vencimientos en abril y mayo (más del 50 %).

Gráfico 1
FLUJO DE CONCESIÓN Y DECAIMIENTOS Y VOLUMEN VIGENTE DE MORATORIAS A DICIEMBRE DE 2020 (a) (b)

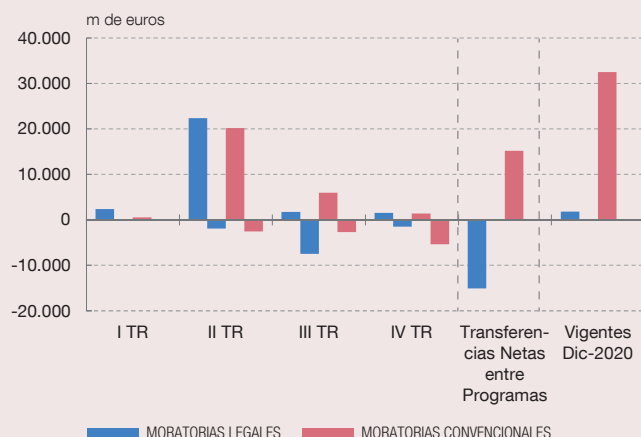
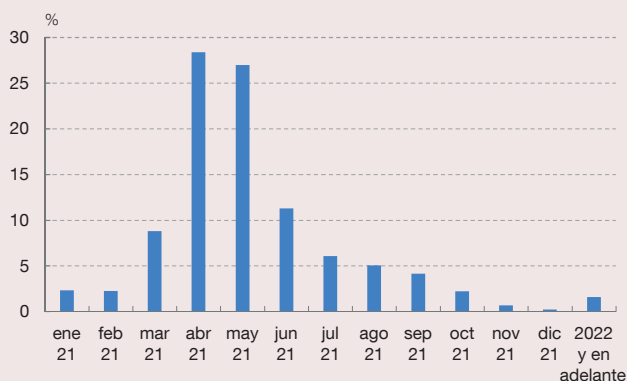


Gráfico 2
VENCIMIENTOS POR MES DEL TOTAL DE MORATORIAS VIGENTES EN DICIEMBRE DE 2020 (% SOBRE EL TOTAL)



FUENTE: Banco de España.

- a Los datos de decaimientos llegan hasta noviembre por consistencia con el criterio utilizado para computar las moratorias vivas en diciembre (no se considera su vencimiento hasta que no llega el final de dicho mes, independientemente de que venzan a lo largo del mismo).
- b Para cada trimestre, se muestra el flujo de nueva concesión (barra positiva) y flujo de decaimientos (barra negativa). Igualmente, para el conjunto del año se muestra el flujo neto (positivo o negativo) de transferencias de volumen recibidas por cada programa del otro. Las dos últimas barras recogen los stocks vigentes en diciembre de 2020 como resultado de los dos tipos de flujo anteriores y de las transferencias netas entre los programas de moratoria legales y convencionales a lo largo del año 2020.

1 El Real Decreto-ley 8/2020, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, estableció la moratoria legal de deudas con garantía hipotecaria para personas físicas. El Real Decreto-ley 11/2020, instituyó la moratoria para los contratos de crédito sin garantía hipotecaria (incluido el crédito al consumo). Básicamente, los requisitos y los efectos de ambos tipos de moratoria son los mismos, aunque aplicables a diferentes tipos de préstamos. El Real Decreto-ley 19/2020, estableció un régimen especial para los acuerdos marco sectoriales sobre el aplazamiento de operaciones de financiación de clientes alcanzados entre las entidades prestamistas y sus clientes través de sus asociaciones representativas. Por su parte, el Real Decreto-ley 25/2020, y el Real Decreto-ley 26/2020 establecieron dos nuevas moratorias, en este caso referidas no sólo a personas físicas, como las anteriores, sino también aplicables a personas jurídicas. Estas moratorias aplican a préstamos concedidos al sector turístico y al sector del transporte público de mercancías y discrecional de viajeros en autobús.

2 Las moratorias convencionales incluyen tanto las moratorias sectoriales acogidas a lo previsto en los acuerdos sectoriales suscritos por las entidades prestamistas a través de sus asociaciones representativas, según contempla el Real Decreto-ley 19/2020, como el resto de moratorias amparadas en el principio de libertad de pactos del Código Civil y que son acordadas por las partes, aunque no estén acogidas a un acuerdo marco sectorial (moratorias bilaterales).

SEGUIMIENTO DE LOS PROGRAMAS DE MORATORIAS SOBRE PRÉSTAMOS (cont.)

En cuanto a la situación crediticia de las moratorias que ya han vencido o han sido desistidas, y, por tanto, ya no están vigentes, casi tres cuartas partes están en situación crediticia normal, alrededor del 20 % en vigilancia especial, y algo menos del 10 % estarían clasificadas como dudosas (véase gráfico 3). La mayor parte de estas moratorias con vigencia vencida corresponde a moratorias legales, específicamente orientadas a hogares en una situación de vulnerabilidad. Desglosando por el tipo de garantía, se puede observar que el 21 % de los préstamos con moratoria ya vencida y con garantía hipotecaria se encuentran en vigilancia especial (15 % para aquellos sin garantía o distinta de una inmobiliaria), y el 9 % en dudoso (6 % para el resto de préstamos sin garantía inmobiliaria).

Para identificar los factores que más influyen en la probabilidad de que, después del decaimiento de la moratoria, una operación de crédito hipotecario adquiera una calificación crediticia dudosa o de vigilancia especial, se ha estimado un modelo econométrico usando información de la CIRBE sobre las características de las operaciones (tipo de moratoria, tipo de interés, plazo en origen, etc.), garantías reales (tasa de paro en localización geográfica de la garantía, etc.) y de los acreditados (renta, endeudamiento total, edad e historial crediticio del cabeza de familia, etc.) y del banco que la concedió.

Los resultados de este análisis ponen de manifiesto que las moratorias legales en origen presentan una probabilidad de entrar en situación de riesgo un 33 % superior que la media, y que esta probabilidad también es mayor en las operaciones de crédito de los hogares con una mayor ratio de endeudamiento bancario sobre renta en 2019, menor renta³, con peor historial crediticio de impagos pasados o de los que viven en regiones más afectadas por la pandemia en términos de destrucción de empleo. En particular, el incremento de la probabilidad media de estar en situación problemática es un 50 % para los hogares más endeudados (último quintil frente al primero, véase gráfico 4). El estudio también muestra que estas características del hogar están asociadas a mayor probabilidad de que sus operaciones en moratoria legal transiten a una moratoria convencional. Esto podría estar aplazando una posible materialización de riesgos en forma de morosidad futura, al contenerlos mediante el solapamiento de moratorias.

Por todo lo anterior y dada la incertidumbre que rodea a la evolución de la actividad económica, es necesario monitorizar de forma cuidadosa a las moratorias de crédito en España durante los próximos meses. Adicionalmente, la entrada en vigor del **Real Decreto-ley 3/2021**⁴, que permite solicitar nuevas moratorias hasta el mes de marzo por nueve

Gráfico 3 CALIDAD CREDITICIA DE LOS PRÉSTAMOS VINCULADOS A MORATORIAS VENCIDAS O DESISTIDAS (a)

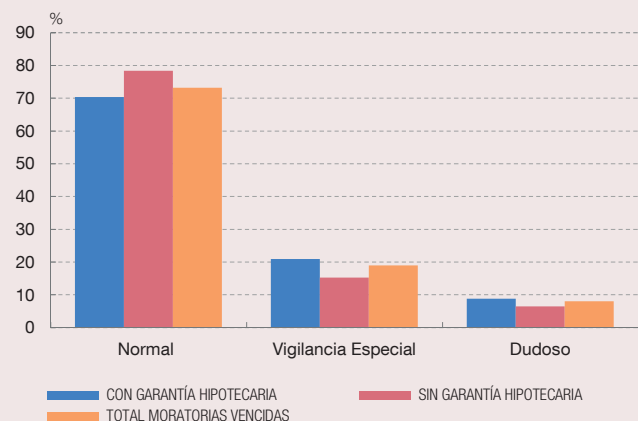
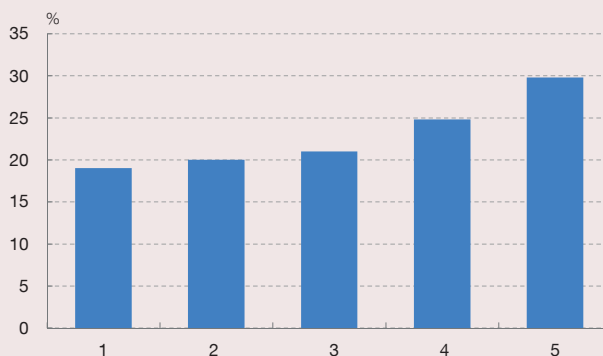


Gráfico 4 PORCENTAJE DE DUDOSOS Y EN SITUACIÓN DE VIGILANCIA ESPECIAL DE LAS MORATORIAS NO VIGENTES A FINALES DE 2020 SEGÚN QUINTILES DE ENDEUDAMIENTO DEL HOGAR



FUENTE: Banco de España.

a Los préstamos en situación dudosa incluyen tanto los dudosos subjetivos como aquellos que se encuentran en mora objetiva.

3 A cada hogar se le imputa la renta media del código postal en el que está situado el inmueble.

4 El **Real Decreto-Ley 3/2021**, de 2 de febrero, por el que se adoptan medidas para la reducción de la brecha de género y otras materias en los ámbitos de la Seguridad Social y económico, entre otras medidas, amplía la solicitud de moratorias y modifica la duración de las mismas ampliándola hasta los nueve meses.

SEGUIMIENTO DE LOS PROGRAMAS DE MORATORIAS SOBRE PRÉSTAMOS (cont.)

Gráfico 5
MORATORIAS ELEGIBLES SEGÚN LA ABE
Datos consolidados. Diciembre de 2020

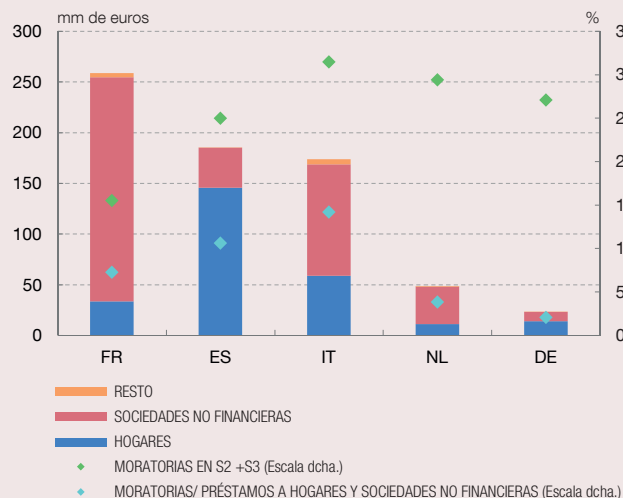
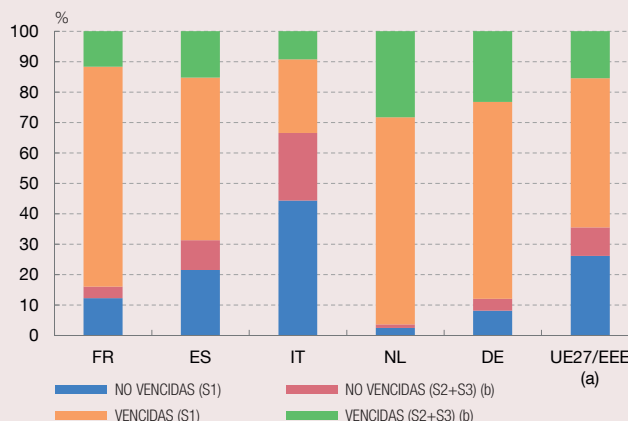


Gráfico 6
MORATORIAS ELEGIBLES SEGÚN LA ABE (CONTINUADO)
Datos consolidados. Diciembre de 2020



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Los datos de la ABE incluyen a Islandia. A partir del primer trimestre de 2020, los datos agregados de la UE ya no incluyen cifras de los bancos de Reino Unido e incluyen datos de las filiales de los bancos de Reino Unido en los países de la UE.
- b La mayor parte de las moratorias elegibles según la ABE, tanto vencidas como no vencidas, se corresponden con préstamos y anticipos en S2.

meses o ampliar el vencimiento de las existentes sin llegar a presentar una duración acumulada de más de nueve meses, puede que afecte el perfil de vencimientos mostrado en la actualidad. La experiencia acumulada estos meses muestra que este tipo de medida de apoyo es flexible, y es posible una activación y retirada relativamente rápida de la misma, al tiempo que debe ser usada de forma prudente para preservar unos incentivos de repago adecuados.

A nivel europeo, con los últimos datos publicados por la ABE en su mapa de riesgos correspondiente a diciembre de 2020 utilizando información consolidada (es decir, incluyendo información de las filiales en otros países) de los balances de las entidades, el volumen total de moratorias concedidas en 2020 a sociedades no financieras y hogares de los bancos fue de 898,8 mm de euros, de los cuales el 26 % eran préstamos calificados a final de año en S2 (22,3 %) y S3 (3,7 %), con una elevada heterogeneidad entre países⁵. Así, para los bancos españoles la mayor parte de las moratorias correspondían a hogares (78,7 %), mientras que, en los bancos de Francia, Italia y los Países Bajos eran mayoritarias las moratorias a empresas. Para los bancos españoles e italianos, el peso de las moratorias sobre el total de préstamos a sociedades no financieras y hogares se

situaba en el 10,6% y el 14,2% (véase gráfico 5), respectivamente, por encima de la media europea (7,8 %). La diferencia entre este peso del 10,6% que se obtiene para los bancos españoles con la información consolidada y el 5 % que se apuntó antes para el volumen de moratorias concedido en los negocios en España, revela que el uso de moratorias en otras jurisdicciones donde operan los bancos españoles ha sido mucho más intenso que en España.

Por otra parte, en bancos de los Países Bajos, Alemania, Francia y España más del 50 % de las moratorias están vencidas, mientras que para bancos de Italia las moratorias no vencidas superan el 65 % del total (véase gráfico 6). Del conjunto de moratorias vencidas, en la comparativa internacional, usando datos consolidados, las entidades holandesas tienen el mayor porcentaje de moratorias en estados S2 y S3, de casi un 30 % del total, seguidas por las alemanas, 23,2 %, mientras que la media de la UE es de un 15,5 %. En relación con las moratorias no vencidas, los mayores porcentajes de moratorias en estados S2 y S3 se observan en Italia (por encima del 20 % del total), mientras que la media de España se sitúa en el 9,7 %, en línea con la media de la UE (9,4 %).

5 El estado S2 (Stage 2) implica un incremento significativo del riesgo de crédito, pero sin entrar en una situación de impago o de calificación como crédito dudoso subjetivo, que corresponderían a una situación S3 (Stage 3).

UN PRIMER ANÁLISIS DE LA POSIBLE INTRODUCCIÓN DE UN EURO DIGITAL

En los últimos años, el interés por las denominadas monedas digitales de banco central (CBDC, por las siglas del término en inglés *Central Bank Digital Currency*) ha aumentado marcadamente¹. La creciente digitalización de la sociedad, las nuevas posibilidades en el ámbito de las tecnologías de pagos y las implicaciones que iniciativas privadas de este tipo pueden tener para la política monetaria y la estabilidad financiera, han llevado a numerosos bancos centrales a nivel global (véase cuadro 1) a analizar la posibilidad de crear este nuevo pasivo monetario, lo que podría dar acceso a toda la población a dinero digital emitido por el banco central.

Cualquier decisión en este sentido requiere un estudio detallado, dadas sus numerosas implicaciones y la diversidad de configuraciones que este podría adoptar (p. ej., anotaciones en cuenta vs. *tokens*, modelo de gestión centralizado vs. descentralizado, política de remuneraciones). El Eurosistema, consciente de la necesidad de estar preparado ante una eventual decisión de emitir un euro digital, inició su propio análisis hace más de un año. En octubre de 2020 se publicaron los resultados de un primer estudio², centrado en evaluar

sus posibles ventajas e inconvenientes y las distintas opciones de diseño.

El informe identifica algunos escenarios en los que podría ser útil emitir un euro digital como complemento del efectivo. Por ejemplo, cabría considerar su uso como herramienta para promover la digitalización y la soberanía en medios de pago de la economía europea. También podría ser necesario emitirlo si se observase una caída muy significativa en el uso de efectivo o en el caso de que una moneda digital de otro país o el uso generalizado de una solución de pago privada no supervisada por autoridades europeas se erigiesen como una fuente de riesgos o inestabilidad.

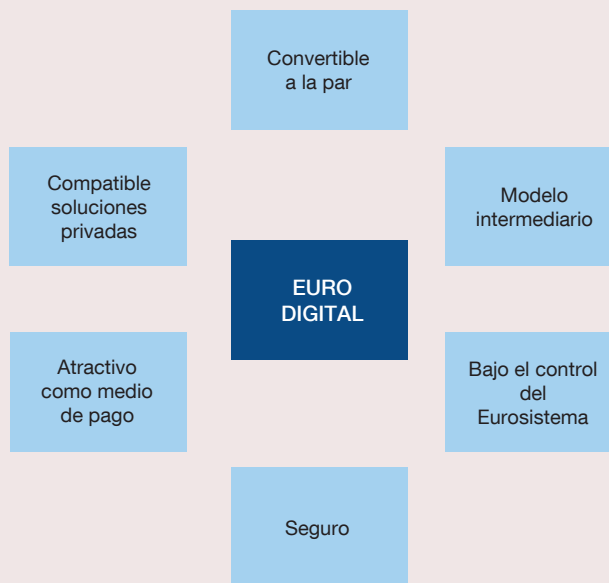
Pese a sus potenciales beneficios, la puesta en marcha de un euro digital también podría tener efectos no deseados en la estabilidad del sistema financiero, el funcionamiento del sistema de pagos o la efectividad de la política monetaria, entre otros. En particular, el desarrollo de un euro digital podría disminuir la importancia de la actividad de depósito bancaria, lo que podría dar lugar a cambios de comportamiento de los

Cuadro 1
PROYECTOS DE CBDC EN EL MUNDO

Proyectos	Países
CBDC minorista en funcionamiento	Bahamas
Piloto de CBDC minorista en marcha	Banco Central del Caribe Oriental, Suecia y China
Piloto de CBDC minorista completado	Ecuador, Uruguay y Ucrania
Investigación sobre CBDC minorista	EEUU, Brasil, Islandia, Noruega, Dinamarca, Rusia, Túnez, Ghana, Madagascar, Israel, Malasia, Filipinas y Nueva Zelanda
Investigación sobre CBDC minorista y proyecto mayorista	Zona euro, Canadá, Guayana francesa, Reino Unido, Suiza, Sudáfrica, India, Indonesia, Australia y Japón
Proyecto CBDC mayorista	Arabia Saudí, Hong Kong, Tailandia y Singapur

FUENTE: BIS.

Esquema 1
ALGUNOS REQUISITOS DE UN EURO DIGITAL



1 Para una visión del número de iniciativas en curso a escala mundial, véase la base datos del BIS, elaborada por Auer, R., Cornelli, G., y J. Frost (2020), «Rise of the central bank digital currencies: drivers, approaches and technologies», BIS Working Paper, No 880.

2 Véase «ECB Report on a digital Euro» de 2 de octubre de 2020.

UN PRIMER ANÁLISIS DE LA POSIBLE INTRODUCCIÓN DE UN EURO DIGITAL (cont.)

bancos (incremento de la remuneración de los depósitos, venta combinada de depósitos y otros productos, aumento del recurso a financiación de mercado menos estable y de bancos centrales) y de sus clientes (mayor capacidad e incentivos a la retirada de fondos del sector bancario durante episodios de crisis), con consecuencias para la estabilidad del sistema financiero. Además, los bancos, que son unos actores fundamentales en el sistema de pagos podrían perder buena parte de este negocio, que representa un porcentaje significativo de sus ingresos. En la medida que el nuevo equilibrio implique mayores costes y menores ingresos para los bancos, esto supondría también un encarecimiento de los préstamos bancarios a hogares y empresas, con impacto en la actividad económica. La pérdida de información sobre los clientes bancarios, debida a un menor volumen de actividad en depósitos, y el potencial deterioro de la rentabilidad de los bancos podrían proporcionar incentivos para una mayor asunción de riesgos por parte del sector bancario.

El informe reconoce que el diseño del euro digital podría tener implicaciones indeseables para el mandato de política monetaria, algo que se desea evitar. Al mismo tiempo, el informe no analiza en estos momentos el posible papel del euro digital para fortalecer el marco de política monetaria.

Los potenciales efectos negativos podrían materializarse por perturbaciones en el canal de transmisión a resultas de los cambios ocasionados por el euro digital en el balance de los bancos y en su comportamiento. Por ejemplo, la sustitución de depósitos de la clientela por financiación del banco central podría elevar la demanda de colateral por parte de los bancos, alterando el tipo libre de riesgo, así como aumentar la exposición del banco central a la economía.

Alternativamente, la remuneración del euro digital mediante intereses podría configurarse como un canal de refuerzo de la política monetaria tanto en tiempos normales como en crisis. El riesgo de desplazamiento de depósitos bancarios hacia el euro digital en momentos de tensión se podría mitigar remunerando esas tenencias a un tipo de interés variable a lo largo del tiempo, incluso hasta el punto de penalizarlas en momentos de pánicos

bancarios, por ejemplo. En tiempos normales, el efecto directo identificado por algunos estudios académicos³ radica también en que esa remuneración del euro digital puede funcionar como el límite inferior efectivo de tipos de interés, facilitando así a los bancos centrales el control de los tipos de mercado. Estos argumentos destacan, además, que el mecanismo podría facilitar la transmisión de los tipos negativos y, con ello, fortalecer el marco de acción de la política cuando los mismos resultan precisos. Pero, la coexistencia del euro digital con la circulación de efectivo, limitan la relevancia de este objetivo.

El informe aporta también un análisis inicial de estos impactos sobre la estabilidad del sistema financiero y establece una serie de requisitos fundamentales que el euro digital tendría que cumplir para limitar estos posibles impactos negativos: basado en la mejor tecnología, que permita un servicio estandarizado en toda Europa y compatible con soluciones de pago privadas, atractivo como medio de pago (en particular frente al efectivo), fácil y seguro de usar, con convertibilidad garantizada a euros físicos y con el BCE como responsable de mantener su valor. El grado de participación de los intermediarios financieros sería especialmente relevante para mitigar las consecuencias para la estabilidad financiera (véase esquema 1).

Adicionalmente, una adecuada combinación de las distintas opciones de diseño, así como el modo en que se configure la infraestructura de soporte, podría ayudar a mitigar algunas de las posibles implicaciones negativas derivadas de su emisión.

Dada la importancia de estos y otros aspectos, el BCE y los bancos centrales de la zona euro han seguido trabajando de manera conjunta para identificar y evaluar todos los riesgos asociados al euro digital, así como para determinar cuál podría ser el diseño más conveniente para asegurar un adecuado cumplimiento de los objetivos del Eurosistema. Lógicamente, si la iniciativa quiere tener éxito, su diseño también tendrá que tener en cuenta las preferencias de los usuarios. Con esta finalidad, desde la publicación del citado informe del BCE, se ha buscado ampliar el conocimiento sobre la divisa digital a través de dos vías.

3 Bordo, Michael D., and Levin, Andrew T., «Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy», NBER Working Paper No. 23711, National Bureau of Economic Research (2017).

UN PRIMER ANÁLISIS DE LA POSIBLE INTRODUCCIÓN DE UN EURO DIGITAL (cont.)

Por un lado, se han realizado diversos experimentos prácticos para calibrar las posibilidades que ofrecen distintas tecnologías, así como sus limitaciones, formándose una opinión sólida acerca de la idoneidad de los diferentes enfoques. Los resultados serán de utilidad de cara a facilitar las investigaciones posteriores que puedan plantearse en el área del euro.

Por otro lado, el Eurosistema ha querido también potenciar el diálogo con todas las partes interesadas organizando, a estos efectos, una consulta pública⁴ de amplio espectro. Esta iniciativa ha tenido una acogida muy favorable, proporcionando una valiosa y pormenorizada información acerca de las necesidades y preferencias de los potenciales usuarios. A su vez, ha

servido para familiarizarse con la visión y expectativas que tienen el sector financiero y otros profesionales, tanto del mundo académico como del tecnológico, acerca del futuro del euro digital.

Adicionalmente, la participación del Eurosistema en distintos foros y organismos supranacionales ayudará, igualmente, a enriquecer su comprensión acerca de la naturaleza y oportunidades del euro digital, favoreciendo que este pueda acabar plenamente integrado en el sistema monetario internacional.

Todas estas líneas de trabajo servirán para alimentar un nuevo debate en el seno del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo con el objeto de delinear una posible hoja de ruta futura en relación al euro digital.

⁴ Véase [Informe del BCE](#) de la consulta pública sobre el euro digital, de abril de 2021.

ACTIVIDAD CORPORATIVA RECIENTE EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

En la actualidad, el sector bancario español está experimentando un nuevo proceso de concentración, que persigue reforzar su modelo de negocio ante la crisis económica provocada por la pandemia de la COVID-19 y los retos sobre la rentabilidad previos al estallido de esta (ej., eficiencia operativa, generación de margen de intereses). En este contexto, cuatro de los doce bancos españoles significativos han aprobado la consolidación de sus negocios en sendas operaciones corporativas. Según los planes presentados, las fusiones CaixaBank-Bankia y Unicaja-Liberbank permitirían a las entidades resultantes mejorar su rentabilidad y solvencia, con menores costes de estructura y mayores economías de escala que faciliten su digitalización y acceso a los mercados financieros.

Ambas fusiones se instrumentarán jurídicamente mediante la absorción de las entidades más pequeñas en cada caso (Bankia y Liberbank), cuyos accionistas recibirán acciones nuevas de la entidad absorbente. Los consejos de administración de las entidades fusionadas contarán con un mayor peso relativo de consejeros de las entidades de mayor tamaño en cada caso (Caixabank y Unicaja). El FROB, principal accionista de Bankia, ostentará una participación en CaixaBank cercana al 16%, tras la ecuación de canje de los respectivos capitales sociales.

La fusión de CaixaBank y Bankia (segundo y cuarto bancos por tamaño de activo en España) se vería favorecida, en términos de encaje cultural y velocidad de integración, por un tipo de negocio afín, dirigido al segmento minorista y con una cartera significativa de pymes. La entidad resultante sumará una cartera crediticia de 368 mm de euros, consolidándose como el banco de mayor tamaño en los negocios en España, con una cuota global de mercado próxima al 25%. Esto hará que la nueva CaixaBank vea previsiblemente revisado al alza su colchón macroprudencial por ser una entidad sistémica. La entidad fusionada tendría una ratio de dudosos del 3,8% y una cobertura del 64% sobre préstamos y créditos dudosos.

Los planes de fusión plantean unas posibles sinergias de costes por racionalización de su estructura de hasta 770 millones de euros anuales, así como un potencial de ingresos adicionales por ampliación de la base de

clientes de hasta 215 millones de euros anuales. Los costes de reestructuración, estimados en 2,2 mm de euros¹, y el ajuste a valor razonable de los activos y pasivos de Bankia se verán absorbidos en la base del capital regulatorio de ambas entidades antes de la fusión, sin riesgo de incumplimiento de los requisitos de capital, y con un objetivo de CET1 *fully loaded* para la entidad fusionada del 11,5%. Para el año 2022, la fusión de CaixaBank y Bankia tiene como objetivo también alcanzar un 8% de RoTE (*Return on Tangible Equity*).

La fusión entre Unicaja y Liberbank dará lugar al quinto mayor banco español, con una cartera crediticia de unos 55 mm de euros, con una cuota global de mercado cercana al 4,5%. Las dos entidades cuentan con un modelo de negocio similar, dirigido al segmento minorista y a la financiación a pymes, lo que podría facilitar su integración. En relación a la calidad de sus activos, la nueva entidad contará con una ratio de dudosos alrededor del 3,6% y una cobertura del 62% sobre los préstamos y créditos dudosos. El fuerte arraigo histórico de ambas entidades en sus comunidades autónomas de origen (Andalucía, Asturias, Cantabria, Extremadura, Castilla La Mancha y Castilla y León) y su complementariedad geográfica permitiría a la entidad resultante mantener su posición de liderazgo en la mayoría de ellas, y ampliar su presencia hasta el 80% del territorio español.

Las entidades estiman de forma provisional que la eliminación de duplicidades implicará unos costes de integración en torno a 540 millones de euros y unas sinergias futuras que se obtendrán gradualmente hasta alcanzar los 159 millones de euros anuales en 2023. Tales sinergias permitirían a la entidad resultante mejorar su rentabilidad, con un RoTE esperado para 2023 alrededor del 6%. El Cuadro 1 resume las magnitudes más relevantes para las dos fusiones.

El anuncio de las negociaciones el 4 de septiembre de 2020 para la fusión entre CaixaBank y Bankia² fue acogido por el mercado bursátil con subidas en todos los valores bancarios, al entender que podría ser el detonante de otras fusiones en el sector. Así, los retornos observados en el mercado en esa fecha fueron

1 En Abril de 2020, la entidad absorbente Caixabank ha anunciado planes para el despido de aproximadamente el 20% de las plantillas combinadas de las dos entidades, así como el cierre del 25% de las oficinas de la red resultante de la fusión.

2 La noticia del inicio de las negociaciones entre estas entidades se produce el 4 de septiembre de 2020.

ACTIVIDAD CORPORATIVA RECIENTE EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Cuadro 1
 INFORMACIÓN FINANCIERA DE ENTIDADES RESULTANTES DE LAS FUSIONES
 DICIEMBRE DE 2020 (a)

	CaixaBank- Bankia	Unicaja- Liberbank
Total activos (mm de euros)	661	113
Préstamos a clientela (mm de euros)	368	55
Recursos de clientes (mm de euros)	562	285
Cuota de mercado	25 %	4,5 %
Ratio de morosidad	3,8 %	3,6 %
Cobertura de dudosos	64 %	62 %
CET1 <i>Fully loaded</i>	13,9 %	15,1 %
ROTE estimado	8 % (2022)	6 % (2023)
Total Clientes (millones)	20	4,5
Oficinas	6.300	1.500
Empleados	51.400	9.900

FUENTE: Banco de España.

a Cifras obtenidas mediante suma o media de los estados consolidados de las entidades participantes en cada operación, que no se habían completado en diciembre de 2020. Son, por tanto, orientativas de la situación financiera de las entidades resultantes cuando éstas se hagan efectivas en 2021.

Gráfico 1
 IMPACTO DE LA FUSIÓN CAIXABANK-BANKIA
 Impacto inicial 4 septiembre e impacto acumulado del 4 al 18 septiembre (a)

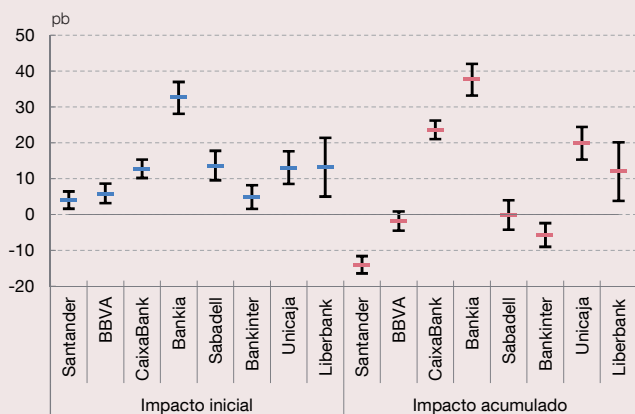
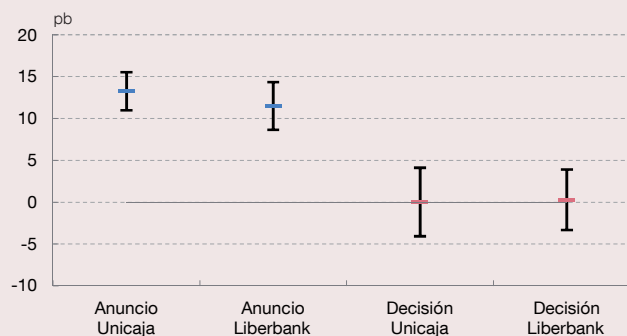


Gráfico 2
 IMPACTO DE LA FUSIÓN UNICAJA-LIBERBANK
 Impacto anuncio 5 octubre e impacto decisión 29 diciembre (a)



FUENTES: Thomson Reuters, Dealogic y Banco de España.

a Los gráficos muestran los «retornos anormales» para cada banco y el error asociado con la estimación.

significativamente mayores para todos los bancos que los que se hubieran observado en un día sin noticias o eventos relevantes³ (véase gráfico 1). Los efectos positivos se mantuvieron en el tiempo hasta la

confirmación del acuerdo de fusión de CaixaBank y Bankia (18 de septiembre de 2020), pero sólo para estas dos entidades y para las otras dos que el mercado consideraba candidatos más probables para una fusión

3 Esta conclusión se obtiene usando la «metodología de análisis de eventos», que permite analizar la reacción de las cotizaciones ante eventos concretos, y compararla con la evolución esperada si no se hubiese conocido tal acontecimiento, esto es, medir los retornos anormales. Este retorno esperado se calcula mediante una regresión que tiene en cuenta la evolución del Índice General de la Bolsa de Madrid, los cambios en la pendiente de la curva OIS y la evolución del riesgo soberano.

ACTIVIDAD CORPORATIVA RECIENTE EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

(Unicaja y Liberbank), mientras que el efecto desapareció para el resto de entidades⁴ (véase gráfico 1).

La reacción del mercado a la confirmación de la existencia de conversaciones para la fusión de Unicaja y Liberbank fueron nuevas subidas de las cotizaciones de las dos entidades por encima de lo esperado (5 de octubre de 2020). Sin embargo, la confirmación de la fusión, el 29 de diciembre del año, pareció ya descontada en esa fecha (véase gráfico 2). Asimismo, la falta de reacción en el resto de entidades indica que el mercado ya no esperaba ninguna fusión adicional.

Estas integraciones se desarrollan en un momento en el que el Banco Central Europeo (BCE) acaba de publicar su Guía supervisora sobre consolidación en el sector bancario⁵, que tiene como objetivo clarificar el enfoque de supervisión prudencial que el BCE sigue para determinar si los procesos de consolidación acometidos por entidades de crédito garantizan la buena gestión y la cobertura de sus riesgos. El documento aborda diversos aspectos clave, como son los objetivos y las fases de estos procesos, y su tratamiento prudencial, las expectativas supervisoras respecto a la entidad resultante, y la aplicación de este marco a entidades menos significativas.

Las expectativas supervisoras se centran en la sostenibilidad del plan de negocio de la entidad resultante, que será revisado por el BCE para evaluar su solvencia, rentabilidad y perfil de riesgo. Asimismo, prestará especial atención a la existencia de esquemas de gobernanza y de gestión de riesgos adecuados.

En cuanto a los aspectos prudenciales, la Guía destaca los requerimientos de capital de la nueva entidad, el tratamiento del fondo de comercio negativo y el enfoque sobre modelos internos. Concretamente, para operaciones que no generen preocupaciones supervisoras sustanciales, la Guía prevé:

- No penalizar los planes de integración creíbles con mayores requerimientos de capital (P2R y P2G) que los derivados de aplicar la media ponderada de los requerimientos consolidados de las entidades previas a su integración.
- Reconocimiento prudente del fondo de comercio negativo (*badwill*), con la expectativa de que este contribuya materialmente al capital de la nueva entidad, no pudiendo ser distribuido en forma de dividendos hasta que se establezca la sostenibilidad del modelo de negocio.
- Aceptación temporal del uso de los modelos internos existentes, sujetos a un plan de implantación.

Desde el punto de vista de la resolución, la Junta Única de Resolución (JUR) ha anunciado que los planes de resolución de las entidades absorbidas y sus requerimientos de MREL decaerán si las fusiones tienen lugar como está previsto. También revisará los planes y las decisiones de MREL de las entidades absorbentes tras la fusión. La JUR también ha expresado su interés en que estos requerimientos no dificulten este tipo de operaciones, siempre que se garantice la resolubilidad de la nueva entidad en los términos establecidos por la normativa.

4 El gráfico 1 muestra que, para estas cuatro entidades, los efectos son significativos y positivos hasta 10 días después de confirmarse el acuerdo de fusión entre CaixaBank y Bankia

5 Véase *SSM Guide to the Supervisory Approach to Consolidation in the Banking Sector* de 12 de enero de 2021.

3

RIESGO SISTÉMICO Y RESPUESTA PRUDENCIAL AL COVID-19

3 RIESGO SISTÉMICO Y RESPUESTA PRUDENCIAL AL COVID-19

En este capítulo se analizan los distintos indicadores de seguimiento de vulnerabilidades y riesgo sistémico, con especial énfasis en aquellos empleados en las decisiones sobre el Colchón de Capital Anticíclico (CCA), que, desde el inicio de la pandemia, han debido ser adaptados a un contexto de crisis. La persistencia de señales adversas sobre la actividad, en particular una brecha de producto negativa, determinan el mantenimiento del CCA desactivado. Seguidamente, el capítulo revisa algunas medidas prudenciales adoptadas o en discusión, tanto a raíz de la crisis como en relación con el desarrollo a medio plazo del marco macroprudencial. En este sentido, es necesario destacar la salida a consulta pública de la modificación de la Circular 2/2016 del Banco de España, de supervisión y solvencia de entidades de crédito, que posibilitará la activación de nuevas herramientas macroprudenciales basadas en requisitos de capital sectoriales y límites a la concentración sectorial del riesgo de crédito y de los criterios de concesión.

3.1 Análisis de indicadores de vulnerabilidades macrofinancieras y su relevancia en el entorno generado por el COVID-19

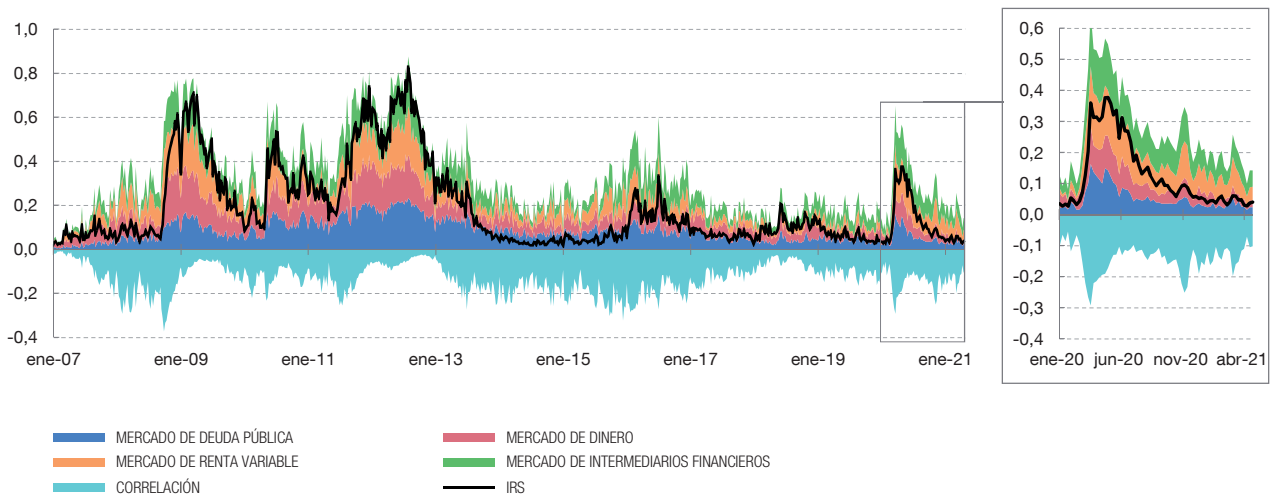
Las fuertes tensiones desatadas en los mercados financieros en marzo de 2020 con el estallido de la pandemia del COVID-19 continuaron moderándose en la segunda mitad del año pasado y el inicio de 2021, sobre todo por el apoyo continuado de la política económica y con el desarrollo de avances médicos frente al coronavirus. Esta reducción de las tensiones financieras queda perfectamente recogida en el Indicador de Riesgo Sistémico (IRS), que integra información de los segmentos de mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros, y está diseñado para ser particularmente sensible a las tensiones simultáneas en estos cuatro segmentos. La evolución de este indicador durante el tramo final de 2020 fue muy favorable, revirtiendo casi por completo el fuerte aumento que experimentó entre febrero y mayo del año pasado (véase gráfico 3.1). El IRS se ha mantenido en niveles reducidos en el primer trimestre de 2021. Esta mejoría recoge, por un lado, la efectividad de las medidas puestas en marcha para estabilizar los mercados, entre las que cabe destacar las medidas de política monetaria del BCE. Por otro lado, la aprobación de las primeras vacunas por las agencias relevantes y el progreso de la vacunación masiva de la población también tuvieron un efecto positivo sobre este indicador.

La abrupta caída interanual del PIB en 2020 y la respuesta de política económica continúan alterando la interpretación usual de la brecha de crédito-PIB, que siguió incrementándose por encima de los niveles de alerta en el último trimestre del año pasado. Este indicador alcanzó niveles muy negativos tras la

Gráfico 3.1

LAS TENSIONES EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL SE HAN REDUCIDO GRADUALMENTE HASTA ALCANZAR NIVELES PREVIOS AL INICIO DE LA PANDEMIA (a)

Tras un abrupto aumento en las primeras semanas de propagación de la pandemia, el IRS se ha ido reduciendo paulatinamente desde finales de abril y en la actualidad alcanza niveles comparables a los registrados en el periodo inmediatamente anterior a marzo de 2020.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Actualizado con datos a 21 de abril de 2021. Para una explicación detallada de este indicador, véase [Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013](#).

crisis financiera global, presentando un patrón ascendente después de esta, pero siempre por debajo del nivel de 2 pp, que usualmente se considera que proporciona señales de desequilibrios. Con el estallido de la pandemia, este indicador se ha mantenido en valores superiores al umbral de alerta desde junio de 2020. Sin embargo, esto se debe a las propias políticas de estímulo y al impacto brusco de la perturbación generada por el COVID-19, no a desequilibrios endógenos al sistema financiero y susceptibles de ser tratados mediante la activación de herramientas macroprudenciales (véase el gráfico 3.2), en concreto el CCA. Como ya se ha señalado en IEF anteriores, las guías del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para este instrumento, establecen que no resulta apropiado seguir la pauta automática de activación del CCA cuando el aumento de la brecha se deba a una caída brusca del PIB¹. Sin embargo, la duración e intensidad de la crisis generada por el COVID-19 aumenta el riesgo de que el incremento del grado de apalancamiento en relación al PIB se consolide en el tiempo, por lo que será preciso seguir vigilando la evolución futura de la brecha crédito-PIB.

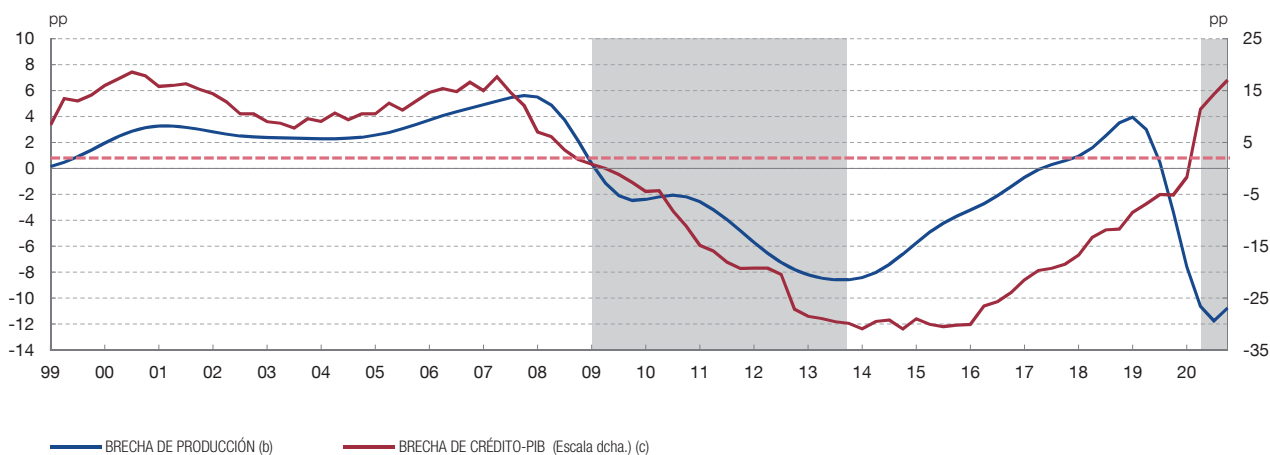
El nivel marcadamente negativo de la brecha de producción continúa señalando la conveniencia de mantener el CCA en su nivel actual, mientras que la evolución

1 Basel Committee on Banking Supervision. «Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer», December 2020. Véase el Principio 3 («Risk of misleading signals»).

Gráfico 3.2

LA BRECHA CRÉDITO-PIB CONTINÚA AUMENTANDO POR ENCIMA DEL UMBRAL DE REFERENCIA PARA EL CCA, MIENTRAS LA BRECHA DE PRODUCCIÓN SE MANTIENE EN NIVELES MUY NEGATIVOS (a)

A finales de 2020 la brecha crédito-PIB mostraba valores superiores al umbral de activación del CCA, y superiores a los de los trimestres previos. Esta evolución es resultado de la fuerte reducción del PIB, que también se refleja en la rápida disminución de la brecha de producción, por lo que no debe interpretarse como una alerta de riesgo sistémico. Aunque se esperan correcciones en los próximos trimestres a medida que se observen tasas positivas de crecimiento del PIB, tal como empieza a reflejar la brecha de producción, es necesario mantener un seguimiento del indicador para valorar el grado de absorción del mayor endeudamiento por parte de los agentes económicos.



FUENTE: Banco de España.

- a Las franjas verticales sombreadas representan el período de la última crisis financiera en España (I TR 2009-IV TR 2013) y la crisis desatada por la pandemia a partir del II TR 2020. Los datos a diciembre de 2020 son provisionales. La línea horizontal roja punteada representa el umbral de activación de 2 pp del CCA para 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, P. y Moral-Benito, E. (2016). *El crecimiento potencial de la economía española*. Documento Ocasional N.º 1603, Banco de España.
- c La brecha de crédito-PIB ajustada se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este valor está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase Galán, J.E. (2019). *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*. Documento Ocasional No.1906, Banco de España).

descendente del IRS indica que los mercados financieros operan sin tensiones. El IRS, que es un indicador contemporáneo de tensiones financieras sistémicas, se suele utilizar para determinar el momento de liberación de este colchón cuando tales tensiones aumentan significativamente. La mejora del IRS en la segunda mitad de 2020 refleja la estabilización paulatina de los mercados financieros, que no tiene por qué implicar una mejora generalizada de la situación económica. Prueba de ello es la evolución negativa de la brecha de producción. Esta variable ha caído hasta valores negativos sin precedentes en la historia reciente, aunque en el último trimestre de 2020 se observa el inicio de una leve recuperación (véase gráfico 3.2). A pesar de las dificultades que presenta la estimación del crecimiento potencial dado el actual grado de incertidumbre, este indicador resulta actualmente más informativo para guiar las decisiones del CCA que la brecha crédito-PIB.

Para complementar el análisis de las tensiones macrofinancieras, se consideran también indicadores de la capacidad que tienen las entidades bancarias para hacer frente a perturbaciones sistémicas adversas. El SRISK² es un ejemplo destacado de indicador que permite cuantificar el nivel de riesgo sistémico del conjunto del sector bancario y la contribución al mismo de las entidades individuales, al evaluar el impacto de un evento negativo extremo sobre cada entidad. Este indicador de riesgo latente proporciona una estimación a valor de mercado del déficit de capital (*capital shortfall*) con respecto a la ratio prudencial sobre sus activos que se espera que tenga una entidad bancaria tras producirse una hipotética crisis severa en los mercados de renta variable que conlleve una corrección adversa de su capitalización bursátil.

El SRISK se ha mantenido en valores históricamente elevados desde el inicio de la pandemia, asociados a la disminución de las valoraciones de mercado de las entidades, corrigiéndose posteriormente con la adopción de medidas durante la crisis, incluyendo la relajación de los requisitos prudenciales. La evolución del SRISK de los bancos cotizados europeos desde marzo de 2020, coincidiendo con la propagación del COVID-19, llevó al indicador cerca de los niveles máximos observados durante la crisis soberana europea de 2012, y por encima de los niveles de la crisis financiera global de 2008-2009 (véase gráfico 3.3). A partir de noviembre de 2020, se ha producido una disminución clara, vinculada a la evolución favorable de los mercados financieros, si bien el indicador se mantiene claramente por encima de los valores previos a la crisis. Esta evidencia indica una valoración de mercado pesimista de la distancia del capital bancario con respecto a los niveles requeridos si se produjese una corrección significativa de las cotizaciones bursátiles³. Esa distancia reducida podría tener implicaciones para la usabilidad de los colchones de capital con que cuentan las entidades, afectando negativamente a la oferta de crédito bancaria en ese escenario. Esto pone de relieve la importancia como elemento mitigador de las medidas que favorecen la normalización de los mercados financieros, como la política monetaria expansiva y la relajación de requerimientos de capital. Estas medidas deben ser, sin embargo, monitorizadas cuidadosamente para evitar que generen a su vez excesos de valoración.

La particular naturaleza de la crisis actual también debe guiar una interpretación adecuada del indicador SRISK. Este índice de riesgo no ha alcanzado señales de alerta por un incremento endógeno del apalancamiento del sector bancario o por

2 Véase Brownlees, C., Engle, R., 2017. *SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk*. The Review of Financial Studies 30, 48-79.

3 En este ejercicio, se considera la distancia del capital a valor de mercado a un requisito prudencial del 4,5% del valor de activo (con valor en libros de la deuda y de mercado del capital), mientras que en la realidad los requisitos de capital son múltiples y complejos. Este índice SRISK empleado es así un indicador informativo, pero no una evaluación exhaustiva de los requerimientos. Tampoco se examina explícitamente la relajación del parámetro de requerimientos.

una corrección brusca de desequilibrios acumulados en el mismo, sino que el factor fundamental es el descenso de las valoraciones bursátiles de los bancos ante la incertidumbre asociada al COVID-19.

La evolución de los mercados bursátiles también revela un deterioro latente de la calidad crediticia de las empresas europeas cotizadas, con heterogeneidad entre sectores. La aplicación de métodos de valoración de opciones a los datos de las cotizaciones y nivel de apalancamiento de las empresas del Eurostoxx 600 muestra un aumento significativo y generalizado de las probabilidades latentes de impago desde marzo de 2020, que es especialmente marcado en los sectores más afectados por la pandemia (e.g., turismo). La evolución reciente de los mercados ha corregido la magnitud de estos deterioros crediticios latentes, aunque permanecen por encima de los niveles previos a la crisis del COVID-19; solo en sectores específicos el deterioro es mayor que el registrado durante la crisis financiera global (véase Recuadro 3.1).

Los indicadores relativos a la evolución de los precios de la vivienda sugieren que se encuentran en torno a su nivel de equilibrio, en un contexto de elevada incertidumbre. Los indicadores de precios de vivienda son claves para identificar de forma anticipada las vulnerabilidades potenciales que podrían derivar en problemas sistémicos en el futuro, ya que estos suelen evolucionar en línea con el ciclo financiero, pudiendo incluso llegar a amplificarlo. En este sentido, actualmente no habría indicios de sobrevaloración en este mercado respecto a un nivel de equilibrio, calculado bajo distintas metodologías, si bien el moderado volumen de transacciones durante 2020 y el aumento de la dispersión que muestran los indicadores motivan cierta cautela (véase gráfico 3.3).

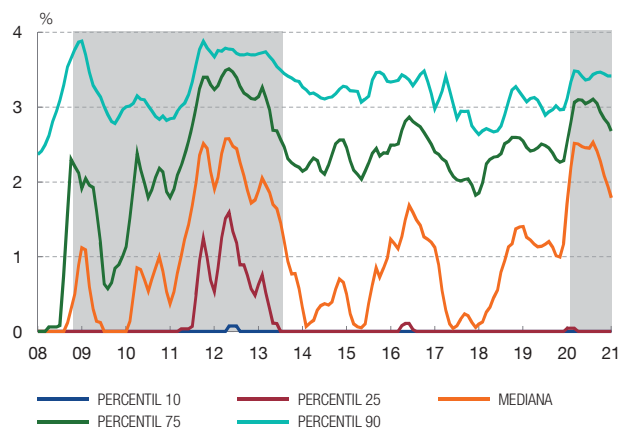
Teniendo en cuenta este conjunto de indicadores macrofinancieros, el Banco de España mantiene el CCA en el 0 %, y prevé no aumentarlo al menos hasta que la economía española no se haya recuperado del impacto de la crisis⁴. Las señales ofrecidas por distintos indicadores son diversas, pero la magnitud de las perturbaciones exógenas negativas que la pandemia ha infligido a la actividad real lleva a ponderar especialmente el criterio de la brecha de producción y la incertidumbre sobre el crecimiento. El Banco de España sigue juzgando apropiado mantener el CCA en el nivel mínimo del 0 % para facilitar que las entidades bancarias puedan seguir sosteniendo el flujo de crédito y contribuir a mitigar así las presiones negativas sobre el crecimiento económico. En este sentido, esta decisión está en línea con los comunicados y orientaciones de flexibilidad en la aplicación de requerimientos prudenciales en respuesta al COVID-19 emitidas por el BCE, JERS, ABE, BCBS y FSB.

4 Véase «El Banco de España mantiene el Colchón de Capital Anticíclico en el 0 %», nota de prensa del 24 de marzo de 2021.

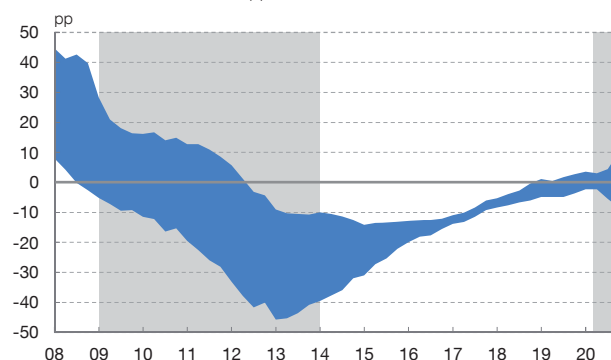
EL INDICADOR DE RIESGO BANCARIO SRISK SE HA MANTENIDO EN NIVELES ELEVADOS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA, AL TIEMPO QUE OTROS INDICADORES, COMO LOS DEL MERCADO INMOBILIARIO, NO MUESTRAN AÚN ALERTAS (a) (b)

El riesgo sistémico de las entidades bancarias cotizadas del área del euro —aproximado mediante el indicador SRISK en porcentaje de los activos totales de cada banco—, aumentó en marzo de 2020 con el inicio de la pandemia. Posteriormente se ha producido una corrección coincidiendo con la recuperación de los mercados financieros. Por otro lado, los indicadores de desequilibrio en el mercado inmobiliario se mantienen estables en promedio, si bien ha aumentado su dispersión, al haberse visto afectados algunos de ellos por la reducción de la renta de los hogares.

1 DISTRIBUCIÓN DEL INDICADOR SRISK DE RIESGO SISTÉMICO (a)



2 INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DEL MERCADO INMOBILIARIO RESIDENCIAL (b)



FUENTES: Datastream, SNL, INE y Banco de España.

- a El indicador SRISK está expresado como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son $k=4,5\%$ para el requerimiento de capital, $C=10\%$ para la caída del mercado y $h=22$ días laborables para el periodo sobre el que se produce la hipotética caída del mercado, véase para más detalles Brownlees y Engle (2017) SRISK: *A Conditional Capital Shortfall Measure of Systemic Risk*, Vol. 30, pp. 48-79. El índice SRISK para los meses del I TR 2021 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del IV TR 2020 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses.
- b El área sombreada representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios en términos reales ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares, iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias de largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los casos, las tendencias de largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavización igual a 400.000. Las franjas verticales sombreadas representan el período de la pasada crisis financiera en España (I TR 2009-IV TR 2013) y la crisis desatada por la pandemia a partir del II TR 2020.

En noviembre de 2020 el Banco de España anunció la designación de cinco entidades de importancia sistémica, junto con sus colchones macroprudenciales de capital⁵. Cada año, el Banco de España procede a identificar las entidades de crédito españolas de importancia sistémica mundial (EISM) y doméstica (OEIS). Esta designación conlleva la exigencia de un requerimiento prudencial adicional en forma de colchón de capital (ver cuadro 3.1), con los objetivos de corregir la posible ventaja competitiva que estas entidades pudieran tener en el mercado de financiación debido a su relevancia sistémica, adecuar su toma de riesgos y acumular recursos adicionales con los que absorber posibles perturbaciones sobre estas entidades, cuya estabilidad es necesaria para mantener la del conjunto del sistema. Desde 2015, cuando la normativa introdujo la figura regulatoria de EISM y OEIS, la relación de entidades

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

ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA Y COLCHONES DE CAPITAL ASOCIADOS (a)

Código LEI	Entidad	Designación	Colchón de capital exigido en 2021
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, S.A.	EISM y OEIS	1,00 %
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	OEIS	0,75 %
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, S.A.	OEIS	0,25 %
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, S.A.	OEIS	0,25 %
549300GT0XFTFHGOIS94	BFA Tenedora de Acciones, S.A.U. (Bankia, S.A.) (b)	OEIS	0,25 %

FUENTE: Banco de España.

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

b La identificación y el colchón de esta entidad fueron efectivos hasta su integración en CaixaBank, S.A. en marzo de 2021.

identificadas en España ha permanecido relativamente estable, tanto en cuanto a su composición como a su clasificación. En 2021 el Banco de España volverá a evaluar la importancia sistémica de las entidades para reflejar los cambios acontecidos en el último año en la estructura del sistema bancario.

3.2 Evolución de las medidas prudenciales adoptadas y otras medidas alternativas

La acción coordinada de las políticas macroprudencial, microprudencial y en materia contable continuó facilitando la financiación de la economía real, y mitigando el impacto económico de la pandemia, que siguió condicionando la actividad en los primeros meses de 2021⁶. La persistencia de la incertidumbre y los obstáculos al funcionamiento normal de la economía, vinculados a la pandemia, motiva el mantenimiento general de las medidas en materia prudencial aprobadas desde primavera de 2020, con el objetivo de mitigar estas condiciones negativas, y complementar medidas monetarias y fiscales que también continúan vigentes⁷. Para cada área de medidas, se considera un orden de presentación cronológico resumido que destaca la adaptación de las mismas a la evolución de un entorno incierto.

La relajación de los requisitos de solvencia y liquidez de las entidades bancarias europeas continúa en vigor. Como se recogía en anteriores IEF, en el ámbito de los requerimientos de solvencia y liquidez, se mantiene a nivel europeo la orientación de liberar el CCA y la posibilidad de operar temporalmente por debajo del P2G y del colchón de conservación de capital y de la ratio de liquidez. Los requisitos sobre la

6 Véase R. Anguren, L. Gutiérrez de Rozas, E. Palomeque y C.J. Rodríguez García (2020) «La respuesta regulatoria y supervisora frente a la crisis derivada del COVID-19», Revista de Estabilidad Financiera, No. 39, Banco de España.

7 Véase IEF Primavera 2020 e IEF Otoño 2020.

composición del P2R también fueron modificados para que en parte se pudieran cubrir con AT1 y AT2, anticipando la entrada en vigor de la CRD V.

La presencia de otras medidas de apoyo habría limitado la necesidad del uso de colchones por parte de las entidades para incrementar adicionalmente el crédito. En primer lugar, la aplicación de la reforma rápida de la normativa europea de requerimientos de capital (CRR, por sus siglas en inglés) en junio de 2020, referida informalmente por el término en inglés *quick fix*, ha reforzado los ratios de solvencia de los bancos europeos. Algo similar a lo que se ha conseguido con las restricciones al pago de dividendos por parte de los bancos, que en 2021 seguirán siendo estrictas. Por otra parte, la contención de los efectos negativos de la pandemia sobre la rentabilidad de la mayoría de las entidades bancarias en la segunda mitad del año (véase Capítulo 2), en particular por la moderación de las dotaciones por deterioro, ha evitado de forma general los consumos de capital. La política monetaria expansiva, incluyendo la ampliación de los programas de compra de activos y de financiación bancarias, también han contribuido a unas condiciones de liquidez muy relajadas. En el entorno de crisis, el crecimiento del *stock* de crédito ha estado fuertemente soportado por la presencia de programas de avales y moratorias (véase Capítulo 2).

Para maximizar el impacto en la actividad económica de la flexibilización de los requisitos de solvencia y liquidez es clave que las entidades no se enfrenten a obstáculos para la utilización de los colchones acumulados. El uso de los colchones en un contexto de crisis, que por el momento no se ha observado entre los bancos españoles y el resto de los bancos europeos, podría hacer que los bancos experimentasen el estigma de los mercados si estos valoraran que el uso de los mismos lleva a niveles de los ratios de capital y liquidez insuficientes para mantener el nivel de riesgo asociado a la financiación de los bancos en un nivel razonable. Si esto ocurriera, el uso de los colchones tendría un impacto negativo en las valoraciones de mercado del sector bancario. Además, las entidades también podrían tener dudas sobre el momento en que se va a exigir la reconstrucción de esos colchones. En el corto plazo, una comunicación efectiva de los objetivos de las medidas y una guía sobre la reconstrucción futura de los colchones en un plazo razonable una vez superada la crisis juegan un papel relevante para evitar estos efectos negativos. En algunos foros regulatorios, se está discutiendo la posibilidad de que, a medio plazo, sea posible considerar que el marco macroprudencial incorpore requisitos más flexibles ante la materialización de riesgos inesperados y que puedan aplicarse al conjunto del sector bancario o segmentos amplios del mismo para evitar la estigmatización de entidades concretas. Si este marco reformado facilita el uso generalizado de colchones en crisis por parte de las entidades bancarias, resultaría en la moderación de la intensidad de las recesiones y, en consecuencia, de las pérdidas crediticias.

Las diferentes autoridades han mantenido su recomendación de prudencia a las entidades de crédito respecto al reparto de dividendos durante la

pandemia del COVID-19. El BCE publicó en diciembre de 2020 una nueva recomendación⁸ sobre la distribución de dividendos durante la pandemia, reemplazando la anterior⁹. Se recomienda ahora a las entidades significativas que se abstengan de repartir dividendos en efectivo y recomprar acciones hasta el 30 de septiembre de 2021, o limitar tales repartos. En este último caso, se espera que los dividendos y recompras de acciones se mantengan por debajo del 15 % de los beneficios acumulados entre 2019 y 2020, o que no sobrepasen 20 puntos básicos de CET 1, en caso de que este importe fuera menor a la anterior cifra de resultados. Se recomienda, además, abstenerse de anunciar la distribución de dividendos provisionales con cargo a sus beneficios de 2021. El Banco de España¹⁰ decidió extender esta Recomendación del BCE a todas las entidades menos significativas bajo su supervisión directa. En la misma línea se manifestó la Junta Europea de Riesgo Sistémico, que emitió su propia recomendación sobre restricciones de dividendos para entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y aseguradoras de toda la UE¹¹. Igualmente lo hicieron, la Autoridad Bancaria Europea¹², la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación¹³ y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en España¹⁴. La limitación del reparto de dividendos estaría teniendo un impacto significativo (véase Capítulo 2) sobre la evolución del capital de las entidades de crédito y cabe plantearse en el medio plazo un marco reglado de estas intervenciones en la normativa prudencial. Además, el análisis empírico realizado con información granular de los préstamos bancarios revela que las entidades españolas que no repartieron dividendos el pasado año fueron más activas concediendo préstamos y, por tanto, ayudando a mitigar el impacto de la crisis en la economía real¹⁵.

En el ámbito de la regulación y supervisión prudencial, han tenido lugar desarrollos adicionales, tanto vinculados a la respuesta a la crisis, como también con una perspectiva a más largo plazo, que deben ser tenidos en cuenta para valorar la perspectiva de riesgos del sector financiero. Dentro del ámbito de la supervisión microprudencial y de la regulación contable, entre otros desarrollos, se ha progresado en la aplicación del *quick fix*, se han introducido nuevas

8 Recomendación del Banco Central Europeo de 15 de diciembre de 2020 (BCE/2020/62) sobre el reparto de dividendos durante la pandemia de COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/35.

9 Recomendación del Banco Central Europeo de 27 de julio de 2020 (BCE/2020/35) sobre el reparto de dividendos durante la pandemia de COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/19.

10 Recomendación del Banco de España sobre distribución de dividendos y remuneración variable, de 15 de diciembre de 2020.

11 Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2020 (JERS/2020/15), por la que se modifica la Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19.

12 Comunicado de la ABE de 15 de diciembre de 2020.

13 Comunicado de la EIOPA del 18 de diciembre de 2020.

14 Nota de la DGDFF de enero de 2021.

15 Véase Martínez Miera, D., y R. Vegas, 2021, *Impacto de la restricción en el reparto de dividendos sobre el flujo de crédito a sociedades no financieras en España*, Artículo Analítico, Boletín Económico, Banco de España.

guías supervisoras sobre fusiones bancarias, se mantienen las medidas de flexibilidad operativa y la adaptación de las normas contables a las circunstancias específicas de esta crisis (e.g., presencia de medidas de apoyo), con actualización relevante de las guías de la ABE, y se han presentado propuestas para la gestión de activos en el entorno europeo. Dentro de los desarrollos a largo plazo, cabe considerar el impacto de la finalización de Basilea III sobre el sector bancario, cuyo calendario ha sido retrasado por el impacto de la crisis y, en el ámbito español, la introducción de nuevas herramientas macroprudenciales. Todas estas medidas se analizan en más detalle en los párrafos siguientes.

Se ha llevado a cabo la reforma de la CRR en línea con las provisiones del *quick-fix* para modificar favorablemente el tratamiento prudencial de ciertos programas de software, que se registran como activos intangibles. La Comisión Europea, mediante su Reglamento Delegado (UE) 2020/2176, aprobó que tras esta corrección no se requerirá la deducción de este software del CET1, debiendo deducirse la diferencia entre la amortización prudencial y la contable, con ciertas limitaciones¹⁶. La principal justificación para esta deducción era el escaso valor que estos activos tienen en caso de resolución de la entidad y, por tanto, su escasa capacidad para absorber pérdidas. Sin embargo, la inversión en desarrollo informático, bases de datos y gestión de las mismas, se considera un *input* básico para que las entidades desarrollen sus actividades en un contexto de digitalización creciente de la economía y la sociedad y puedan competir en mejores condiciones con las denominadas *BigTechs*, que son intensivas en este tipo de activos. Además, de esta forma, se equipara la normativa europea a la de EE.UU. o Suiza, que no deducía del CET1 de sus bancos estos activos. En cambio, más recientemente, Reino Unido ha anunciado que mantendrá las deducciones.

El Banco Central Europeo publicó su Guía final sobre el enfoque supervisor con respecto a la consolidación bancaria. Esta guía aclara los principios de supervisión prudencial seguidos para determinar si los acuerdos aplicables a una entidad de crédito resultante de una consolidación garantizan la buena gestión y cobertura de sus riesgos. El Recuadro 2.4 analiza con mayor detalle sus implicaciones.

La Autoridad Bancaria Europea reactivó en diciembre pasado sus Directrices sobre moratorias legislativas y no legislativas, y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicó también en la segunda mitad de 2020 una nota complementaria a sus Directrices de 2014 sobre auditorías externas de bancos, relativa a la aplicación de los marcos contables de pérdida crediticia esperada. Esta reactivación de las Directrices de la ABE hasta finales de marzo de 2021 se establece como medida de apoyo a los acreditados bancarios (hogares y empresas) y permite mantener la

¹⁶ Véase [Reglamento Delegado UE 2020/2176](#).

posibilidad de un uso oportuno de la flexibilidad existente en la regulación prudencial¹⁷. Al mismo tiempo, limita el periodo máximo de vigencia de un aplazamiento en los pagos de una operación crediticia hasta los nueve meses para facilitar que la estrategia de salida de todas estas medidas se produzca de forma lo más progresiva y selectiva posible. Estas directrices han sido adoptadas también por el Banco de España. Con respecto a la nota del Comité de Basilea¹⁸, esta considera que puede ser útil la utilización de previsiones e información prospectiva para las auditorías bancarias de 2020, así como la elaboración de escenarios y ponderaciones macroeconómicas y la evaluación del rendimiento de los modelos internos.

La Comisión Europea elevó también una Comunicación al Parlamento Europeo, al Consejo, y al Banco Central Europeo sobre cómo enfrentarse al probable incremento del crédito dudoso en Europa en el marco de la COVID-19, proponiendo una mayor proactividad para anticiparse al mismo, a la vez que amplió hasta finales de diciembre de 2021 el Marco Temporal de Ayudas de Estado. La Comunicación emitida por la Comisión Europea¹⁹ propone: (i) impulsar el mercado secundario de activos improductivos, (ii) mejorar la coordinación en la operativa de las compañías de gestión de activos nacionales para compartir información, mejores prácticas e, incluso, llevar a cabo actuaciones coordinadas frente a contrapartidas comunes, (iii) armonización de las normativas nacionales sobre insolvencias empresariales, llegando a proponer que el Fondo de Reconstrucción Europeo incorpore algún tipo de condicionalidad en función de los avances en estas normativas y (iv) adecuación de la normativa europea sobre resolución bancaria y ayudas de Estado a la excepcionalidad del Covid, proponiendo excepcionalmente inyecciones de capital a entidades solventes con el objetivo de cubrir déficits de capital temporales resultado de una perturbación grave.

Como parte de la respuesta a la crisis del COVID-19 se ha aplazado la finalización de ciertos aspectos del marco de Basilea III, pero sigue siendo importante analizar su impacto con suficiente anticipación y mantener el compromiso de su implementación plena y consistente. Dentro del contexto europeo, la ABE ha actualizado su estudio del impacto de la implementación plena del marco de capital de Basilea III, incluyendo el requisito (aplazado hasta el 1 de enero de 2028) de suelo a los requerimientos de capital por modelos internos. La ABE también ha examinado una posible implementación parcial del marco. El Recuadro 3.2 describe de forma más pormenorizada este estudio, que refuerza la conclusión de trabajos previos de que es deseable una transposición plena y consistente, bajo el nuevo calendario, del marco de Basilea III.

17 Véase Guías de la ABE [EBA/GL/2020/15](#).

18 Véase Guías BCBS sobre prácticas de auditoría externa a bancos, diciembre 2020 [BCBS Guidelines](#), diciembre de 2020.

19 Véase Comunicación de la Comisión Europea «[Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic](#)», de 16 de diciembre de 2020.

Las medidas de apoyo al crédito a las actividades empresariales en España se han ido adaptando a la evolución de la crisis económica, y siguen planteando la necesidad de una monitorización continua y de una flexibilidad suficiente para reaccionar a posibles cambios futuros de la situación económica. Así, el Real Decreto-ley 34/2020 amplía los plazos y periodo de carencia máximos de los programas de avales respectivamente en 3 años (hasta un máximo de 8) y en 12 meses. El Real Decreto-ley 5/2021 (véase Recuadro 1.3) introduce distintas medidas para reforzar la solvencia empresarial: ayudas directas para compensar los menores ingresos de empresas y autónomos, un conjunto de herramientas (reestructuración, conversión en préstamos participativos, incluso reducciones de deuda como medida de último recurso) para reducir el sobreendeudamiento de las empresas que tienen préstamos con aval público, y la creación de un fondo para la recapitalización de empresas medianas²⁰.

La efectividad de los programas de apoyo a la solvencia empresarial dependerá de un adecuado diseño y ejecución. El diseño de los procedimientos de control y de selección de las empresas receptoras de fondos debe estar guiado por principios económicos que maximicen el potencial de crecimiento de la economía y alcancen a quien realmente los necesita. La ejecución debe ser lo suficientemente rápida y con un ámbito temporal de aplicación bien definido, que favorezca el uso productivo de los fondos y preserve unos incentivos adecuados. La incertidumbre existente requiere que se haga un seguimiento continuado del programa para abordar una potencial recalibración de sus diversos parámetros si fuera necesario.

La importancia de evaluar las medidas de apoyo de forma dinámica es más amplia, siendo necesario en particular anticipar la reacción de las políticas regulatorias y supervisoras ante distintos escenarios de evolución de la crisis. Bajo los escenarios centrales de normalización progresiva de la actividad económica, es necesario plantear un calendario creíble y suficientemente amplio de retirada de medidas (e.g. la relajación de los requisitos de capital bancario) que evite un incremento repentino de la presión financiera sobre el sector privado en un momento de mejora de las expectativas a medio plazo, pero de cierta fragilidad por la presión operada por la crisis desde marzo de 2020. El calendario debe estar, sin embargo, bien definido para evitar la perpetuación de la dependencia de ciertos sectores de los programas de apoyo y las posibles distorsiones a los incentivos si estos se mantuvieran en un horizonte excesivamente largo. En el caso de materialización de riesgos a la baja, las medidas deberían adaptarse selectivamente para maximizar su impacto en la capacidad productiva y limitar sus costes, en particular la mayor presión sobre las cuentas públicas.

20 El anuncio del [Acuerdo del Consejo de Ministros de 20 de abril de 2021](#) ha modificado algunas condiciones del programa de ayudas, permitiendo su aplicación a un conjunto más amplio de sectores de actividad, y permitiendo relajar en casos excepcionales, algunos requisitos de selección.

El fuerte impacto de la crisis actual no reduce la importancia de desarrollar con suficiente anticipación un marco de herramientas macroprudenciales adecuado para absorber las perturbaciones futuras. En este sentido, es necesario destacar la salida a consulta pública de la modificación de la Circular 2/2016 del Banco de España, de supervisión y solvencia de entidades de crédito, para permitir la posibilidad de imponer medidas de nuevos instrumentos como el colchón de capital anticíclico sectorial, así como límites a la concentración sectorial y a los estándares de concesión de préstamos. Estas herramientas regulatorias, que son descritas en detalle en el Recuadro 3.3, amplían la capacidad del Banco de España, como autoridad designada para la aplicación de instrumentos macroprudenciales sobre el sector bancario, de actuar en la prevención y mitigación del riesgo sistémico.

EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO EN BASE A INFORMACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL

A pesar del deterioro significativo de la actividad económica durante el último año, aún no se han materializado aumentos significativos de la morosidad en las carteras de crédito del sector bancario (véase Capítulo 2). Esto se debe principalmente a las medidas de apoyo a la economía implementadas durante la pandemia, que, además, se están extendiendo de forma selectiva para evitar una retirada brusca que deje a muchas empresas y hogares en una situación precaria¹. No obstante, resulta relevante investigar si el deterioro económico está generando una acumulación de riesgos, que pueda materializarse como pérdidas crediticias en el corto o medio plazo.

Este recuadro aplica una metodología en línea con el trabajo académico reciente sobre la evaluación del impacto de la crisis del Covid-19. Este método permite estimar la evolución de la probabilidad de impago de empresas cotizadas a través del modelo de valoración de *Merton*^{2, 3}.

En este modelo, el valor de una empresa es la suma de su deuda y capitalización bursátil. Bajo el supuesto de responsabilidad limitada de los accionistas, el impago se producirá cuando el valor de la empresa se sitúe por debajo del valor nominal de la deuda en la fecha de su vencimiento⁴. El modelo resultante estima la probabilidad de impago de una empresa con una fórmula estadística que depende de la deuda, la capitalización bursátil, el crecimiento esperado y la volatilidad del rendimiento bursátil de la acción. Un mayor nivel de endeudamiento o una mayor volatilidad tenderá a aumentar la probabilidad de impago, mientras que un mayor crecimiento esperado del precio de la acción tenderá a reducirla.

Este ejercicio se centra en las empresas que forman parte del índice Euro Stoxx 600 (véase la descomposición sectorial en el Gráfico 1). Como valor de la deuda, se ha elegido la deuda a largo plazo de estas empresas, en línea con los trabajos

Gráfico 1
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS EMPRESAS ANALIZADAS (a)

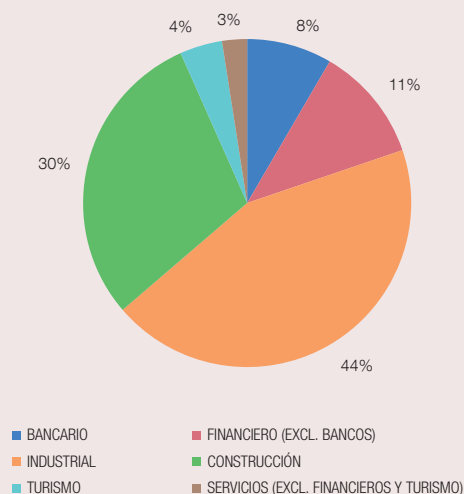
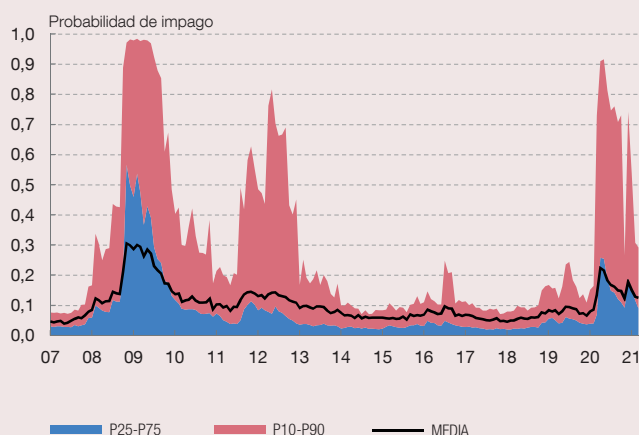


Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES IMPLÍCITAS DE DEFAULT DE LAS EMPRESAS EUROPEAS 2007-2021. RANGOS DE PERCENTILES Y MEDIA (b)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

- a Distribución por sectores económicos de las empresas incluidas en el ejercicio y que forman parte del índice europeo Euro Stoxx 600 a noviembre de 2020. La muestra corresponde a un total de 479 empresas con información disponible necesaria para los cálculos del ejercicio.
- b El eje vertical representa la probabilidad de impago implícita. La línea negra representa la media de la distribución de probabilidades en cada mes y las franjas azul y roja representan el rango entre los percentiles 25-75 y 10-90 de dicha distribución, respectivamente.

1 Este tipo de variaciones abruptas negativas en la situación económica es comúnmente referida por el término en inglés *cliff effects*.
 2 Véase «*Is COVID-19 a threat to financial stability in Europe?*», de H. J. Reinders, D. Schoenmaker y M. A. Van Dijk, Documento de Discusión del CEPR DP14922, 2020. Véase también una aplicación previa de la metodología en Dar, A.A., y S. Qadir, «*Distance to default and probability of default: an experimental study*», Journal of Global Entrepreneurship Research, 9, 32, 2019.
 3 Véase «*On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*», de R. C. Merton, Journal of Finance, 1974, Vol. 29, pp. 449-470.
 4 El parámetro de vencimiento de la deuda se calibra en el modelo con un vencimiento empírico medio de 3 años, en línea con Reinders et al. (2020), citado en la nota al pie 1.

EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO EN BASE A INFORMACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL (cont.)

previos que han empleado esta metodología. Respecto al rendimiento bursátil esperado, también en línea con algunos trabajos académicos previos, se ha asumido que será igual al tipo de interés real de la deuda soberana a 3 años. Por último, la volatilidad de los rendimientos bursátiles se ha estimado con un modelo econométrico de series temporales que permite capturar las variaciones cíclicas de esta variable⁵.

Los resultados muestran que la probabilidad de impago implícita de las empresas experimentó aumentos significativos en 2020 tras el estallido de la pandemia (véase gráfico 2). No obstante, estos aumentos en promedio no alcanzaron la magnitud de la crisis financiera global de 2009, si bien las empresas más arriesgadas (por encima del percentil 90 %) sí han experimentado probabilidades de impago muy elevadas⁶. La mayor parte del aumento de

estas probabilidades se produjo durante la primera ola de la pandemia, momento a partir del que se redujeron paulatinamente, hasta que la tercera ola de la pandemia dio lugar a un repunte temporal, retornándose a la senda descendente tras esta ola. Las probabilidades de impago no han llegado todavía a valores previos al estallido de la crisis sanitaria.

Por otra parte, una característica de esta crisis ha sido su impacto negativo mucho más profundo sobre ciertos sectores económicos, como el turístico. Así, se observó un elevado aumento de la probabilidad de impago en el sector turístico durante la primera ola de la pandemia, más de dos veces superior al observado durante la crisis financiera global (véase gráfico 3). Este deterioro se redujo en la segunda ola, durante la cual se aprobaron varias vacunas, poniendo en evidencia la frágil situación del sector,

Gráfico 3
VARIACIÓN DE LA PROBABILIDAD IMPLÍCITA DE *DEFAULT* DE LAS EMPRESAS EUROPEAS POR SECTORES TRAS LA PANDEMIA Y EN LA PASADA CRISIS FINANCIERA GLOBAL (a)

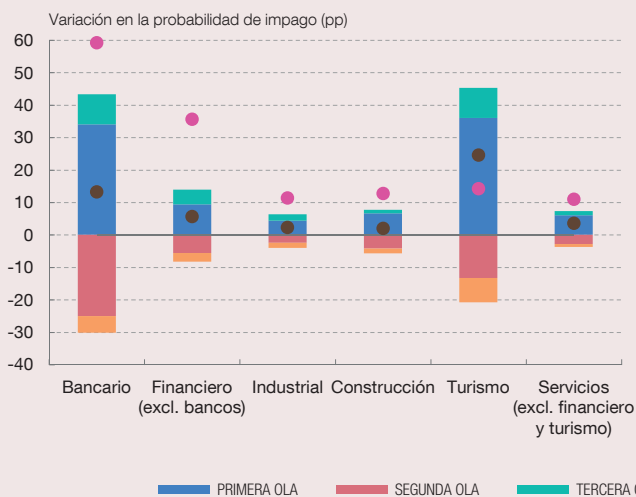
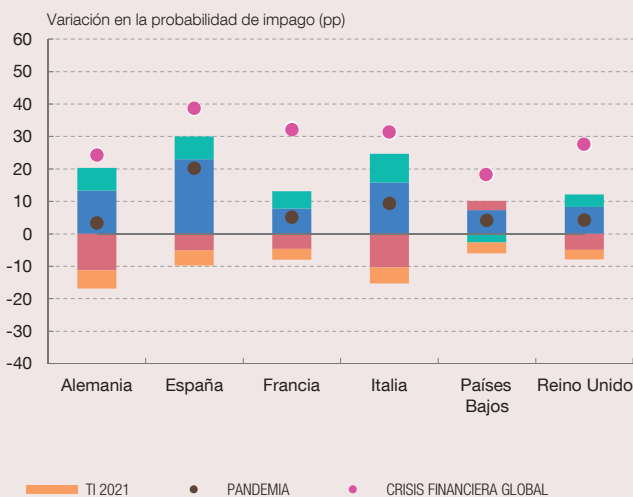


Gráfico 4
VARIACIÓN DE LA PROBABILIDAD IMPLÍCITA DE *DEFAULT* DE LAS EMPRESAS EUROPEAS POR PAÍS TRAS LA PANDEMIA Y EN LA PASADA CRISIS FINANCIERA GLOBAL (a)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

a El gráfico representa el cambio en la probabilidad de impago agregada en puntos porcentuales, tras ponderar la probabilidad de cada empresa por su valor de mercado dentro del correspondiente sector (gráfico 3) o país (gráfico 4). El punto marrón representa la variación entre el valor medio antes de la pandemia (enero-febrero de 2020) y el valor alcanzado al cierre del primer trimestre de 2021. Las barras apiladas representan el cambio atribuible a la primera ola de la pandemia (marzo-mayo de 2020), al periodo entre ésta y la segunda ola (junio-noviembre 2020), al periodo de la tercera ola (diciembre 2020-febrero 2021), y al periodo de I TR 2021 posterior a la tercera ola (febrero-marzo 2021). El punto rosa representa la variación máxima alcanzada en 2008-2009 respecto a la media de los años 2006-2007.

5 Se trata de un modelo GARCH. Véase «Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity», de T. Bollerslev, 1986, Journal of Econometrics, Vol. 31, pp. 307-327.

6 La media llega a situarse por encima del percentil 75 por la influencia de los valores en el extremo superior de la distribución (p75 – p90).

EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO EN BASE A INFORMACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL (cont.)

que puede representar una fuente importante de riesgo latente. La evolución más favorable de las cotizaciones en TRI 2021 ha moderado el aumento de las probabilidades de impago de este sector hasta niveles más comparables, aunque todavía superiores, a la crisis financiera global. Los incrementos en la probabilidad de impago también han sido importantes durante la pandemia para el sector bancario, lo que puede haber reflejado las expectativas de los mercados sobre el impacto en el mismo del deterioro crediticio de los sectores no financieros. Con posterioridad a la tercera ola, el incremento de las probabilidades de impago implícitas del sector bancario se ha moderado significativamente, si bien se sitúa todavía por encima del de otros sectores, excepto el turístico. En estos otros sectores, como el financiero no bancario, resto de servicios (excluyendo turismo) e industrial, la situación parece haber revertido durante la segunda ola hacia valores previos a la crisis y, a pesar de algunos repuntes en la tercera ola, mantiene este nivel moderado de incrementos en TRI 2021.

En una comparación entre las principales economías europeas, las empresas de España e Italia fueron las más afectadas durante la primera ola de la pandemia (véase gráfico 4). Durante la segunda ola, se observó una recuperación generalizada, aunque con heterogeneidad entre países. Por el contrario, se observaron repuntes de las probabilidades de impago durante la tercera ola (excepto en Países Bajos). La mejora de las cotizaciones en TRI 2021 ha moderado de forma general los incrementos implícitos de probabilidades de impago, aunque se mantienen en niveles más elevados en España e Italia. En cualquier caso, el deterioro de las probabilidades de impago es

sustancialmente inferior en todos los países que durante la crisis financiera global.

Para prevenir el deterioro de la actividad, la respuesta de la política económica a un *shock* repentino como el de la crisis del Covid-19 no puede esperar a la materialización de riesgos con un comportamiento inercial, como los asociados al crédito. Estos indicadores basados en información de mercado resultan así útiles para guiar de forma anticipada las posibles intervenciones de la misma.

Sin embargo, su uso está sujeto también a cautelas. En particular, las probabilidades de incumplimiento dependen de la valoración que hacen los inversores de las empresas a través de las cotizaciones bursátiles. Por ejemplo, unas valoraciones optimistas (pesimistas) generarían estimaciones inferiores (superiores) a las probabilidades de incumplimiento reales. Como se ha señalado en el capítulo 1 y el Recuadro 1.1, hay ciertas señales de sobrevaloración en los mercados financieros, que podrían llevar también a aumentos abruptos de las probabilidades de impago estimadas por los inversores ante el deterioro de sus expectativas sobre la actividad económica o la duración de las medidas de apoyo. Por tanto, es aconsejable el uso de estos modelos de forma conjunta con la información regulatoria y supervisora más amplia posible. Por último, también debe tenerse en cuenta que las empresas que cotizan en bolsa no tienen por qué ser representativas del tejido productivo de un país en su conjunto, en el que las empresas de menor tamaño tienen mayor relevancia. En este sentido, los resultados podrían representar una cota inferior de los verdaderos impactos.

ACTUALIZACIÓN DEL IMPACTO DE LA FINALIZACIÓN DEL MARCO DE BASELEA III SOBRE EL SECTOR BANCARIO

La Autoridad Bancaria Europea (ABE) publicó el 15 de diciembre de 2020, en respuesta a una nueva petición de la Comisión Europea, la actualización del análisis de impacto de la reforma de la regulación de Basilea III sobre la banca europea¹. El informe actualiza el punto de partida del análisis de junio de 2018 a diciembre de 2019, y considera dos escenarios: (i) aplicación de Basilea III sin desviaciones y (ii) el denominado escenario específico europeo.

El primer escenario se corresponde con el marco final de Basilea III sin ninguna desviación. Este marco impone a los bancos una serie de restricciones y estándares comunes en el cálculo de los requerimientos de capital basados en riesgo, limitando el uso para propósitos regulatorios de los modelos internos de estas entidades. Esta reforma haría así las métricas regulatorias de riesgo más comparables entre entidades, reforzando también el grado mínimo de prudencia incluido en los requerimientos. Este escenario incluye, en particular, los nuevos marcos de: i) riesgo de crédito (nuevo método estándar y restricciones sobre modelos internos²); ii) riesgo operacional (exclusión completa de los modelos internos e introducción de un nuevo método estándar, basado en un indicador de volumen de negocio y uso de pérdidas históricas), y iii) riesgo de mercado y requisitos de capital vinculados al ajuste de valor de crédito³ (*Credit Value Adjustment*).

Este segundo escenario incluye desviaciones respecto a Basilea III, como el factor de apoyo a pymes que reduce los requerimientos de capital a exposiciones a este tipo de

empresa⁴ y la exclusión de ciertas contrapartes⁵ del cómputo de los requisitos de capital por CVA (*Credit Value Adjustment*). Adicionalmente, se considera el uso de discrecionalidad nacional para no considerar pérdidas históricas en el cómputo de los requerimientos de capital por riesgo operacional, pasando a depender este sólo del indicador de volumen de negocio de cada banco, y otros ajustes⁶.

Finalmente, y para ambos escenarios, la ABE considera tres configuraciones del suelo al *output*, esto es, la restricción de que los requerimientos de capital a las entidades calculados con modelos internos no se sitúen por debajo de un cierto porcentaje del que les correspondería bajo en enfoque estándar. Las tres configuraciones son: (i) el enfoque principal de Basilea III, en el que el suelo aplicaría a todos los requerimientos; (ii) un enfoque alternativo, en el que el suelo no aplicaría a todos los requerimientos, excluyendo a los de Pilar P2R y al colchón por riesgo sistémico⁷, y (iii) un enfoque denominado *parallel stack*, que la propia ABE considera incompatible con Basilea III⁸.

El impacto de Basilea III (en 2028) sería, con datos de diciembre de 2019, menor al que se obtuvo con datos de junio de 2018. En el escenario de implementación plena de Basilea III, el aumento de los requerimientos de Tier 1 sería ahora de un 18,5 %, frente al 24,1 % con datos de junio de 2018 (véase gráfico 1). Esto se debe fundamentalmente al menor impacto del suelo al *output* y la aplicación de ciertos cambios al nuevo marco de CVA, revisado por el Comité de Basilea en julio de 2020.

1 Véase Informe EBA sobre el Impacto de Basilea III.

2 La reforma regulatoria impone suelos a los inputs, esto es, valores mínimos aceptables de parámetros de riesgo de crédito (probabilidad de impago, pérdida en caso de impago, etc.), con restricciones específicas para algunas carteras de crédito.

3 El ajuste de valor de crédito (*Credit Value Adjustment*) modifica el valor de mercado de una tenencia de activo para reconocer el riesgo de crédito ante el potencial incumplimiento en los pagos de la contraparte que ha emitido el mismo. Este ajuste, que también afecta directamente a la cuenta de resultados, se incorpora a los requerimientos de capital con el objeto de captar la variabilidad de dicho impacto.

4 El factor de apoyo a pymes implica aplicar un factor de 0,7619 sobre los APR –tanto en métodos estándar como en modelo IRB– para importes de exposición inferiores a 2.5 millones de euros. La CRR2 considera además un factor del 0,85 para el del importe de la exposición a pymes por encima de ese umbral, si bien la ABE no ha podido tener en cuenta este segundo elemento en su informe.

5 Exenciones de contrapartes no financieras, intragrupo, CCP, fondos de pensiones y soberano (artículo 382 CRR).

6 El ejercicio de la ABE también considera, bajo el escenario europeo, algunos de los ajustes introducidos por parte de las autoridades europeas en respuesta al Covid-19 (en concreto, nuevo tratamiento prudencial del software y cambio en la composición del Pilar P2R).

7 El requisito de Pilar 2 (P2R) es específico de cada banco y es fijado por el supervisor microprudencial para cubrir riesgos no considerados en los requisitos comunes de Pila 1 (P1R). El colchón por riesgo sistémico es de naturaleza macroprudencial y tiene el fin de que las entidades con capacidad de desestabilizar el conjunto del sistema financiero tengan recursos para absorber perturbaciones y evitar que se produzca esta eventualidad.

8 Este enfoque fijaría unos requerimientos iguales a la mayor cantidad de dos cifras: (a) requisitos de Basilea III (sin incluir requisitos europeos adicionales) sobre APR sujetos a suelo, y (b) requisitos totales de capital aplicados a APR calculados con modelos internos. Este enfoque es complejo, y podría limitar el impacto de suelo, en contra del propósito de esta regulación.

ACTUALIZACIÓN DEL IMPACTO DE LA FINALIZACIÓN DEL MARCO DE BASELEA III SOBRE EL SECTOR BANCARIO (cont.)

Gráfico 1
CRECIMIENTO DE LOS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL TIER 1
Y DÉFICIT DE CAPITAL ASOCIADO
Bancos europeos (a)

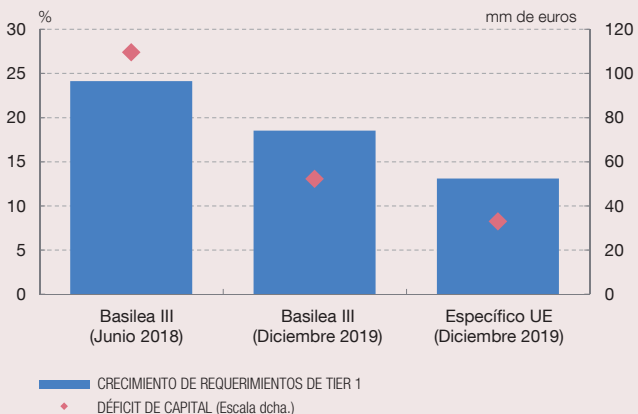
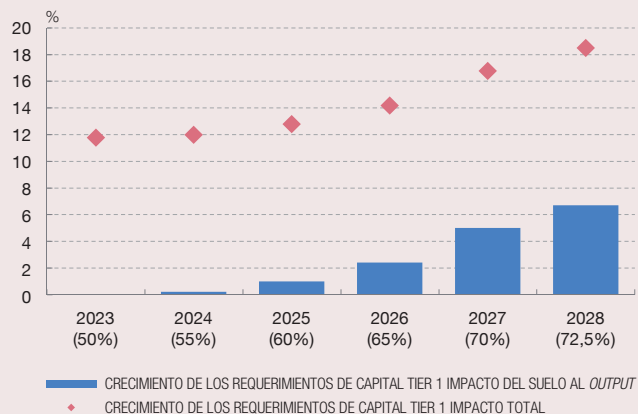


Gráfico 2
CRECIMIENTO DE LOS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL TIER 1 EN LA IMPLEMENTACIÓN
ESTÁNDAR DE BASELEA III
Bancos europeos (a)



FUENTE: Banco de España.

a El estudio se basa en una muestra de 99 bancos con datos para diciembre de 2019.

El déficit de capital⁹ se reduce desde 109,5 mm de euros con datos de junio de 2018, a 52,2 mm de euros con información de 2019, debido al menor crecimiento de los requerimientos, y al aumento en el nivel de capital de las entidades. De este déficit, el 83 % se concentra en entidades de importancia sistémica mundial (EISM).

El escenario específico europeo con el enfoque principal del suelo al *output* muestra, debido a las exenciones y discrecionalidades antes explicadas, un menor impacto de requerimientos respecto a la aplicación plena de Basilea III: un 13,1 %, 5,4 pp menos. El déficit de capital también se reduce, desde 52,2 mm de euros hasta 33 mm de euros, concentrado en un 77 % en EISM (véase gráfico 1).

Considerando por separado las diferentes opciones del suelo al *output*, esto es, de las reglas comentadas para fijar un nivel mínimo de requerimientos de capital, y sin incluir las especificidades europeas, el déficit de capital sería de 45 mm de euros en el enfoque alternativo, y de 32 mm de euros con la aplicación del *parallel stack*, opción con el impacto diferencial más relevante. En cualquier caso, a la hora de valorar el impacto del suelo al *output* y, por su importancia sobre el impacto total de la reforma, cabe recordar que se ha previsto un período transitorio de 5 años

para su plena implantación. Así, el impacto de este suelo no sería especialmente significativo hasta el cuarto año, 2027 (véase gráfico 2).

En el escenario de aplicación plena de Basilea III¹⁰, se observa heterogeneidad entre países, tanto en los impactos totales, como en la importancia relativa de cada elemento de la reforma, si bien, al igual que a nivel agregado, los factores más importantes son el suelo al *output*, y los ajustes del riesgo operacional. A grandes rasgos, se pueden identificar tres grupos de países:

- Países para los que los impactos son superiores a la media (18,5 %), esencialmente debido al impacto del suelo al *output*. Se trata de Alemania y Suecia, seguidos de Países Bajos, Dinamarca y Francia.
- Otro conjunto de países que, situándose por debajo de la media, muestran un impacto más cercano a ella: Bélgica, España e Italia. Mientras que en Bélgica el impacto se explica esencialmente por riesgo de crédito, CVA y, en menor medida, por el suelo al *output*; en España e Italia no hay un impacto apreciable del suelo, y el impacto por riesgo operacional es mayor que para otros países, solo comparable a Francia.

9 Capital adicional necesario para mantener la ratio de capital total mínima (incluyendo Pilar 1, colchón combinado y el requerimiento de Pilar P2R).

10 Véanse los gráficos 1 y 2 del informe de la ABE «Basel III Reforms: Updated Impact study» EBA/Rep/2020/34).

ACTUALIZACIÓN DEL IMPACTO DE LA FINALIZACIÓN DEL MARCO DE BASELEA III SOBRE EL SECTOR BANCARIO (cont.)

- El tercer grupo de países (Grecia, Irlanda, Polonia y Portugal) registra impactos por debajo del 10 %, y no está afectado por el suelo al *output*.

De forma análoga a lo ya mencionado a nivel agregado, en el escenario que refleja las llamadas especificidades europeas se observa una reducción generalizada de los impactos. Si bien hay diferencias en la intensidad de la misma entre países, la ordenación entre ellos se mantiene similar a la observada para el escenario de aplicación plena de Basilea III.

Analizando con algo mayor de detalle los resultados obtenidos para España, se puede observar que:

- En el escenario de aplicación plena de Basilea III, no hay impacto del suelo al *output*. Los mayores impactos se explican por riesgo operacional, siendo el país que registra un impacto más elevado por este concepto. En segundo término, y con una magnitud similar, se sitúan riesgo de crédito y CVA.
- En el escenario de implementación de especificidades europeas con el enfoque principal del suelo, el impacto para España se reduce con más intensidad que para la media europea. Esto se explicaría porque las especificidades europeas reducen relativamente más los requerimientos y ajustes distintos del suelo al *output*, que tiene

menos efecto en España. Sin embargo, si el enfoque del suelo al *output* es el del *parallel stack*, el impacto en España se reduciría algo menos que para la media europea.

La ABE considera que los resultados de este informe no alteran las conclusiones obtenidas en sus análisis previos. De forma resumida, la ABE concluía que el beneficio en términos de reducción de la variabilidad no deseada de los activos ponderados por riesgo perseguida por Basilea III superaría los ahorros en términos de requerimientos de capital derivados de aceptar desviaciones en Europa¹¹. En relación con las especificidades europeas analizadas en su último informe, y que se han comentado en este recuadro, la ABE no se ha mostrado partidaria de su implementación, considerando preferible, además, aplicar el denominado enfoque principal para el suelo al *output*.

El sector bancario está afrontando una crisis derivada del Covid-19 desde una posición de partida de mayor solidez, en buena medida gracias a las reformas de Basilea III. En este sentido, y en línea con lo reiterado por el Comité de Basilea y por el grupo de gobernadores y jefes de supervisión (GHOS), una implementación plena, en los tiempos acordados y consistente, es un elemento esencial para garantizar que el sector bancario siga siendo resistente ante escenarios de crisis futuros.

¹¹ Véase Informe de Impacto EBA previo.

NUEVAS HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES SOBRE LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA¹

El Real Decreto-ley 22/2018 y el Real Decreto 102/2019 habilitaron al Banco de España para desarrollar un nuevo conjunto de instrumentos macroprudenciales aplicables sobre el sector bancario para hacer frente a riesgos de naturaleza sistémica, que incluye un colchón de capital anticíclico sectorial (CCAS), que se integra como un componente adicional del colchón de capital anticíclico (CCA), límites a la concentración sectorial (LCS) de exposiciones crediticias y límites y condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones (BBIs, por las siglas en inglés *Borrower Based Instruments*, que es como se conoce este instrumento a nivel internacional). Este desarrollo regulatorio se enmarca en una reforma más amplia de creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) y asignación de nuevas herramientas macroprudenciales a las tres autoridades supervisoras sectoriales: el Banco de España, la CNMV y la DGSFP.

En este contexto, el pasado 2 de febrero, el Banco de España presentó a consulta pública un proyecto de modificación de la Circular 2/2016 sobre supervisión y solvencia de las entidades de crédito^{2,3}. Esta reforma pretende, en primer lugar, establecer una nueva regulación del CCAS que sea coherente con la redacción revisada del artículo 45.1 de la Ley 10/2014, y que permite al Banco de España exigirlo tanto sobre todas las exposiciones de crédito de una entidad, como sólo sobre las de un determinado sector (CCAS definido como componente sectorial del CCA). Igualmente, la reforma desarrolla normativamente la fijación de LCS de exposiciones crediticias, y también de ciertos límites y condiciones sobre la concesión de BBIs.

El Banco de España, como autoridad designada para el uso de instrumentos macroprudenciales para el sector bancario, tiene la responsabilidad de proteger la estabilidad financiera, tratando de evitar que se generen perturbaciones financieras sistémicas con potencial impacto negativo sobre la economía real. Para ello, debe disponer de las herramientas necesarias para llevar a cabo de forma efectiva dicha tarea⁴.

El objetivo del CCAS es contener el riesgo sistémico procedente de potenciales desequilibrios (crecimiento excesivo del crédito) que puedan originarse en un determinado sector de actividad económica, tratando de alterar el coste relativo del crédito, en términos de capital regulatorio, concedido a tal sector. A su vez, para prevenir efectos colaterales no deseados de su aplicación, es necesario supervisar la reacción en el resto de sectores para evitar que el excesivo crecimiento del crédito se desplace a ellos. El CCAS busca también dotar a las entidades con recursos de capital suficientes para afrontar las potenciales pérdidas de una propagación desordenada de los desequilibrios originados en el sector en el que se identifica un crecimiento de crédito excesivo.

El desarrollo del CCAS debe encontrar un equilibrio adecuado entre la precisión en la definición de los sectores de actividad que originan desequilibrios y el alcance de la misma. La evidencia histórica muestra que han sido las exposiciones a sectores concretos de actividad económica las que han concentrado la mayor parte de los riesgos sistémicos en crisis anteriores, como es el caso del sector inmobiliario antes de la crisis financiera global (véase gráfico 1). Por otro lado, los sectores sujetos a la medida deben definirse de forma lo suficientemente amplia para evitar que la herramienta carezca del alcance generalizado propio de su finalidad macroprudencial. La evidencia empírica sugiere que el CCAS deberá activarse generalmente en las etapas más tempranas del desarrollo del riesgo sistémico. Su liberación debería ser inmediata si se materializa el riesgo sistémico y progresiva si se va corrigiendo.

La herramienta LCS limita el volumen total de las exposiciones crediticias a un sector concreto. Esta limitación se define en términos relativos a una medida de capital, no como un límite al nivel absoluto de exposición. Así, si una entidad en concreto decidiera seguir incrementando su exposición en un sector sujeto a este límite, podrá hacerlo siempre que incremente su nivel de capital en proporción suficiente. De esta forma, podría afrontar las potenciales pérdidas en el sector en el que se

1 Este recuadro está basado en el contenido del artículo de C. Trucharte Artigas, «Nuevas Herramientas Macroprudenciales para las entidades de crédito», ICE, Revista de Economía, Número 918, 2021.

2 Más detalles de la consulta pública, así como el proyecto de circular, pueden consultarse en [Circulares del Banco de España](#).

3 El Real Decreto-ley, RDL 22/2018 puso a disposición del Banco de España y de las otras autoridades supervisoras sectoriales españolas nuevas herramientas macroprudenciales. Para el sector bancario, el Real Decreto-ley 22/2018 amplía las herramientas ya existentes en la Ley 10/2014.

4 En Castro, C. y A. Estrada, «Completando el conjunto de herramientas de la política macroprudencial en España: los nuevos instrumentos a disposición del Banco de España», próximamente en Revista de Estabilidad Financiera, primavera 2021, Banco de España, se presenta un análisis empírico de la efectividad de estos nuevos instrumentos a disposición del Banco de España.

NUEVAS HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES SOBRE LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 1
BRECHAS DE CRÉDITO-PIB. TOTAL Y SECTORIAL (crédito inmobiliario) (a)

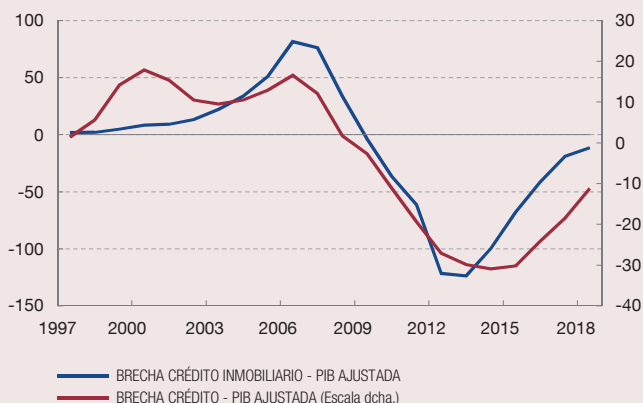
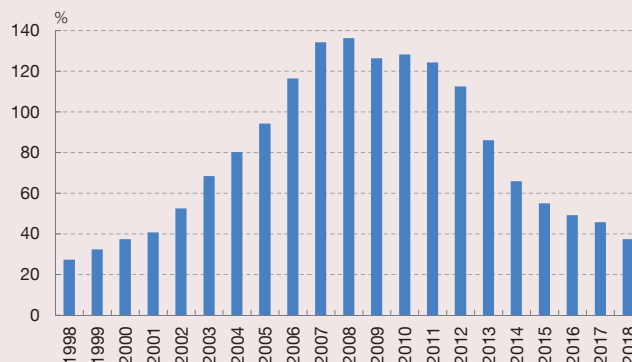


Gráfico 2
RATIO DEL CRÉDITO AL SECTOR INMOBILIARIO SOBRE EL CAPITAL TOTAL



FUENTE: Banco de España.

a Las brechas de crédito-PIB se corresponden a los datos de diciembre de cada uno de los años.

acumula el riesgo sistémico. El gráfico 2 muestra como la exposición al crédito inmobiliario creció en relación al capital bancario antes de la crisis financiera global, y como se corrigió posteriormente.

Al tratarse también de una herramienta sectorial, el LCS tiene algunas características análogas a las del CCAS, siendo de nuevo necesario analizar con cautela los potenciales efectos hacia otros sectores que podrían producir los límites en un sector específico, e identificar adecuadamente los sectores con efecto sobre el riesgo sistémico. La diferencia clave de esta herramienta con respecto al CCAS estriba en que su activación conseguiría limitar de forma más directa el crecimiento de la concentración del crédito sectorial (ya que se realiza vía una restricción de cantidad), mientras que la aplicación del CCAS actuaría más a través de desincentivos, al encarecer en términos relativos de capital el incremento de la exposición crediticia al sector, o sectores, sobre los que hubiera sido activado. Por este motivo, el LCS se puede considerar, en general, de último recurso, cuando el riesgo sistémico se encuentre en una etapa de desarrollo tardía y el resto de instrumentos hayan sido ineficaces. Si bien, en circunstancias especiales también se podría utilizar con mayor anticipación. Su desactivación debería ser inmediata tras la materialización o la disipación del riesgo sistémico.

Las herramientas BBIs monitorizan los estándares crediticios en la concesión de las operaciones de financiación (por ejemplo, valor de las garantías, plazo, capacidad de devolución del préstamo, etc.). La evidencia disponible indica que préstamos concedidos bajo criterios laxos, bien en términos del valor cubierto por la garantía requerida, bien del apalancamiento, bien del esfuerzo financiero exigido a los acreditados, o bien de su vencimiento, presentan, a posteriori, mayores riesgos para su devolución⁵.

La decisión de establecer límites sobre unas características y no sobre otras dependerá de la naturaleza del riesgo sistémico, y en función de la misma se decidirá la alternativa más eficaz para su mitigación. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la fijación de límites sobre una determinada característica, puede conducir a relajaciones en otras, obligando a actuar sobre varias características a la vez. Además, la relajación de estándares puede trasladarse hacia otras carteras de crédito, obligando a extender las medidas a las mismas.

La regulación de los BBIs también debe contemplar la posibilidad de que las limitaciones sean moduladas en función de las características del prestatario y del prestamista para así garantizar su eficacia y que su impacto no recaiga de forma desmedida sobre un colectivo concreto o dificulte la actuación de otras políticas públicas.

5 Véase Galán, J., y M. Lamas, «Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain», Documento de trabajo, 2019, Banco de España, para un análisis empírico del impacto de las condiciones de concesión de préstamo hipotecario en España sobre su comportamiento en términos de impagos.

NUEVAS HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES SOBRE LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA (cont.)

Estas limitaciones a través de BBIs se activarían individualmente, o de forma conjunta, y estarán vigentes con otros instrumentos macroprudenciales. En general, este instrumento se debería activar en estadios intermedios de desarrollo del riesgo sistémico.

La reforma de la Circular 2/2016 expande así el conjunto de herramientas disponibles hasta la fecha al Banco de España en su función de autoridad designada para el uso de instrumentos macroprudenciales para el sector bancario. Estas herramientas se ajustan de forma específica al control del riesgo sistémico y permitirían así limitar, por ejemplo, los potenciales efectos adversos que

una política monetaria excesivamente laxa puede tener sobre la toma excesiva de riesgos de los agentes. Estas herramientas son además adaptables al ciclo financiero y a perturbaciones específicas sobre el sector bancario español, siendo estas características muy útiles para la construcción de capacidad de resistencia y de absorción de *shocks* inesperados, como evidencia la actual crisis económica asociada a la pandemia del Covid-19. La realización de estos objetivos del nuevo marco deberá apoyarse en las capacidades de análisis de riesgos del Banco de España y una aplicación medida de este nuevo conjunto amplio de herramientas.

Anejo 1

BALANCE CONSOLIDADO (a) ENTIDADES DE DEPÓSITO

Activo	dic-20	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-20/dic-19	dic-19	dic-20
		%	%	%
Caja y bancos centrales	405.933	68,1	6,6	10,5
Entidades de crédito	200.404	-7,9	5,9	5,2
Crédito a las Administraciones Públicas	97.913	2,3	2,6	2,5
Crédito al sector privado	2.109.340	-2,7	59,0	54,8
Valores de renta fija	524.045	5,5	13,5	13,6
Otros instrumentos de capital	37.001	-10,3	1,1	1,0
Participaciones	25.545	-6,5	0,7	0,7
Derivados	150.707	8,1	3,8	3,9
Activo material	60.253	-7,6	1,8	1,6
Resto del activo	236.842	30,5	4,9	6,2
TOTAL ACTIVO	3.847.983	4,7	100,0	100,0
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.189.202	-2,6	61,2	56,9
Financiación a las Administraciones Públicas	508.729	4,8	13,2	13,2
Activos dudosos totales	84.749	-2,5	2,4	2,2
Ratio de morosidad total	2,9	4 (c)		
Pasivo y patrimonio neto	dic-20	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-20/dic-19	dic-19	dic-20
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	341.166	77,4	5,2	8,9
Depósitos de entidades de crédito	223.245	-22,2	7,8	5,8
Depósitos de las Administraciones Públicas	103.240	-1,9	2,9	2,7
Depósitos del sector privado	2.153.317	3,5	56,6	56,0
Valores negociables y financiación subordinada	404.026	-7,3	11,9	10,5
Derivados	143.341	8,1	3,6	3,7
Provisiones (incluye pensiones)	25.992	-13,6	0,8	0,7
Resto del pasivo	209.775	50,6	3,8	5,5
TOTAL PASIVO	3.604.101	5,9	92,6	93,7
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (b)	260.971	96,6	0,0	0,0
Fondos propios	273.294	-1,9	7,6	7,1
Intereses minoritarios	18.307	-16,8	0,6	0,5
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-47.719	66,7	-0,8	-1,2
TOTAL PATRIMONIO NETO	243.882	-10,3	7,4	6,3
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	3.847.983	4,7	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

a Las cifras de activo total, pasivo total, patrimonio neto y los componentes del mismo se corresponden directamente con la información contable a nivel consolidado reportada al Banco de España en estados reservados. Como resultado de una operación de fusión, los activos y pasivos de una entidad significativa se reclasifican en la información consolidada a activos y pasivos de grupos enajenables mantenidos para la venta, que se integrarían en resto de activo y de pasivo. En este anejo, las partidas específicas (e. g., crédito al sector privado) que componen el activo y el pasivo son ajustadas con información sub-consolidada para deshacer esta reclasificación. Los ajustes permiten así medir la evolución de cada partida específica de balance desde 2019, sin que se vea distorsionada por los requerimientos contables de esta determinada operación corporativa.

b Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de diciembre de 2020.

c Diferencia calculada en puntos básicos.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA
ENTIDADES DE DEPÓSITO (a)

	dic-20		dic-19	dic-20
	m€	% Var. dic-20/dic-19	% ATM	% ATM
Productos financieros	92.670	-17,95	3,13	2,46
Costes financieros	26.780	-32,99	1,11	0,71
Margen de intereses	65.890	-9,71	2,02	1,75
Rendimiento de los instrumentos de capital	967	-23,35	0,03	0,03
Margen de intermediación	66.857	-9,94	2,06	1,78
Resultados de entidades por el método de la participación	2.801	-9,24	0,09	0,07
Comisiones netas	24.799	-9,19	0,76	0,66
Resultado de operaciones financieras	5.736	34,64	0,12	0,15
Otros resultados de explotación (neto)	257	-	-0,09	0,01
Margen bruto	100.449	-5,07	2,93	2,67
Gastos de explotación	49.266	-10,38	1,52	1,31
Margen de explotación	51.183	0,68	1,41	1,36
Pérdidas por deterioro	25.343	52,33	0,46	0,67
Otras dotaciones a provisiones (neto)	4.117	-21,85	0,15	0,11
Otros resultados (neto)	-21.930	-	-0,07	-0,58
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	-398	-101,50	0,73	-0,01
Resultado neto	-7.927	-142,81	0,51	-0,21
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	-7.734	-148,74	0,44	-0,21

FUENTE: Banco de España.

a Las líneas superiores de la cuenta de pérdidas y ganancias incluyen, para una entidad en vías de fusión, los datos a nivel subconsolidado, mientras que para las líneas inferiores (desde otros resultados) se incluyen los datos a nivel consolidado. El motivo de incluir el subconsolidado es no perder la información de la actividad de esa entidad durante el año, que no aparece reflejada en el estado consolidado. Esta entidad, como consecuencia de la aprobación de su fusión y de acuerdo con la normativa contable, ha registrado una corrección a valor razonable por un importe de -5.585 millones de euros.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/Catalogopublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. Los restantes pueden solicitarse a edicionpublicaciones@bde.es.

Fecha de cierre de datos: 23 de abril de 2021.

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

© Banco de España, Madrid, 2021
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	IRB	<i>Internal ratings-based</i>
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IRS	Indicador de riesgo sistémico
AE	Área del euro	IS	Índice de sentimiento
AMCESFI	Autoridad Macropprudencial Consejo de Estabilidad Financiera	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
APR	Activos ponderados por riesgo	JUR	Junta Única de Resolución
AT1	Additional Tier 1	LATAM	Latinoamérica
AT2	Additional Tier 2	LCS	Límites a la concentración sectorial
ATM	Activos totales medios	LEI	<i>Legal entity identifier</i>
BBI	<i>Borrower Based Instruments</i>	LSI	<i>Less significant institutions</i>
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	LTP	<i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
BCE	Banco Central Europeo	LTRO	<i>Longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo)
BIS	<i>Bank of International Settlements</i>	LTV	<i>Loan-to-value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
BOE	Boletín Oficial del Estado	m	miles
CCBE-RM	Central de balances del Banco de España / Registros mercantiles	mm	miles de millones
CBDC	<i>Central bank digital currency</i>	MMSR	<i>Money market statistical reporting</i>
CBI	Central de balances integrada	MOVE	<i>Merrill Lynch Option Volatility Estimate</i>
CBT	Central de balances trimestral	MREL	<i>Minimum required eligible liabilities</i>
CCA	Colchón de capital anticíclico	MRO	<i>Main refinancing operations</i>
CCAS	Colchón de capital anticíclico sectorial	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CCP	<i>Central clearing counterparty</i>	NBER	<i>National Bureau of Economic Research</i>
CE	Comisión Europea	NGEU	Next generation European Union
CEPR	<i>Center for Economic and Policy Research</i>	NIIF	Norma internacional de información financiera
CET1	Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	OIS	<i>Overnight interest swap</i>
CNAE	Clasificación nacional de actividades económicas	P2G	<i>Pillar 2 guidance</i> (recomendación de Pilar 2)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	P2R	<i>Pillar 2 requirement</i> (requerimiento de Pilar 2)
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	pb	Puntos básicos
CRR	<i>Capital requirements regulation</i>	PELTRO	<i>Pandemic emergency longer-term refinancing operations</i>
CRR2	<i>Capital requirements regulation 2</i>	PEMEX	Petróleos Mexicanos
CRS	Colchón de riesgo sistémico	PEPP	<i>Pandemic emergency purchase programme</i> (Programa de compra de emergencia pandémica)
CVA	<i>Credit valuation adjustment</i>	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PIB	Producto interior bruto
DI	Datos individuales	PII	Posición de inversión internacional
EBA	<i>European Banking Authority</i>	PMI	<i>Purchasing managers' index</i>
ECB	European Central Bank	pp	Puntos porcentuales
ED	Entidad de depósito	PPP	<i>Paycheck protection program</i>
EEE	Espacio económico europeo	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EFC	Establecimiento financiero de crédito	RBD	Renta bruta disponible
EI	Empresarios individuales	RDL	Real Decreto-ley
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority	RM	Renta media
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
EMCI	Emerging markets currency index	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	ROF	Resultado de operaciones financieras
ESMA	European Securities and Markets Authority	ROTE	<i>Return on tangible equity</i>
ESRB	European Systemic Risk Board	S1/S2/S3	Stage 1 / Stage 2 / Stage 3
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
ETF	<i>Exchange traded funds</i>	SCR	<i>Solvency capital requirement</i>
FLESB	<i>Forward looking exercise on Spanish banks</i>	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FMI	Fondo Monetario Internacional	SEPI	Sociedad Española de Participaciones Industriales
FRA	<i>Forward rate agreement</i>	SFNB	Sector financiero no bancario
FRED	<i>Federal Reserve Economic Data</i>	SNF	Sociedad no financiera
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	SSM	<i>Single Supervisory Mechanism</i>
FSB	<i>Financial Stability Board</i>	TARGET2	<i>Trans-european automated real-time gross settlement express transfer system</i>
GBP	Libra esterlina	tc	Tipo de cambio
GHOS	<i>Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision</i>	TLTRO	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
GSIB	<i>Global systemically important banks</i>	T/TR	Trimestre
ICE	Información comercial española	UE	Unión Europea
ICEA	Investigación cooperativa entre entidades aseguradoras y fondos de pensiones	UEM	Unión Económica y Monetaria
ICO	Instituto de Crédito Oficial	USMCA	<i>United States-Mexico-Canada Agreement</i>
IEF	Informe de estabilidad financiera	WEO	World Economic Outlook
IFRS	<i>International financial reporting standards</i>		
IGBM	Índice general de la bolsa de Madrid		
IMF	International Monetary Fund		
INE	Instituto Nacional de Estadística		
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones		

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AT	Austria	DE	Alemania	JP	Japón	RO	Rumanía
AU	Australia	DK	Dinamarca	KR	Corea del Sur	SE	Suecia
BE	Bélgica	EE	Estonia	KY	Islas Caimán	SI	Eslovenia
BG	Bulgaria	ES	España	LT	Lituania	SK	Eslovaquia
BR	Brasil	FI	Finlandia	LU	Luxemburgo	TR	Turquía
CA	Canadá	FR	Francia	LV	Letonia	US	Estados Unidos
CH	Suiza	GB	Reino Unido	MT	Malta		
CL	Chile	GR	Grecia	MX	México		
CN	China	HR	Croacia	NL	Holanda		
CY	Chipre	HU	Hungría	NO	Noruega		
CZ	República Checa	IE	Irlanda	PL	Polonia		
		IT	Italia	PT	Portugal		