

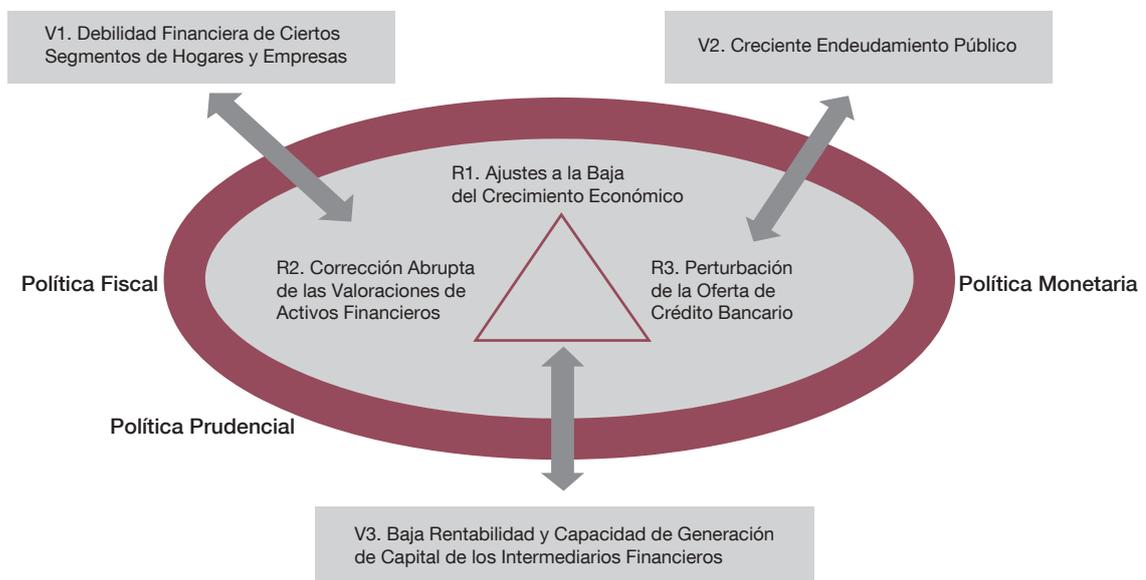
PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

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

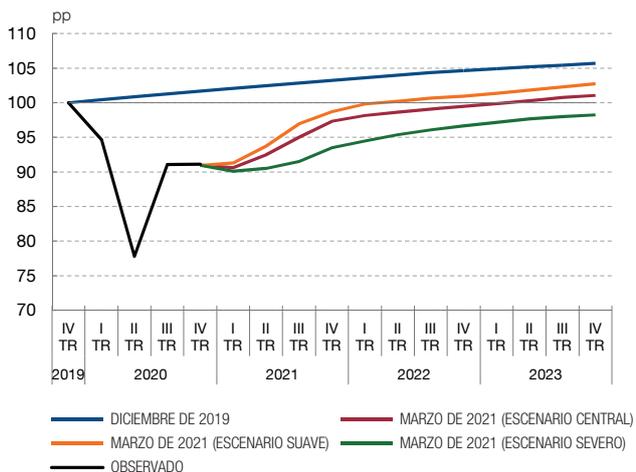
PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL (a)



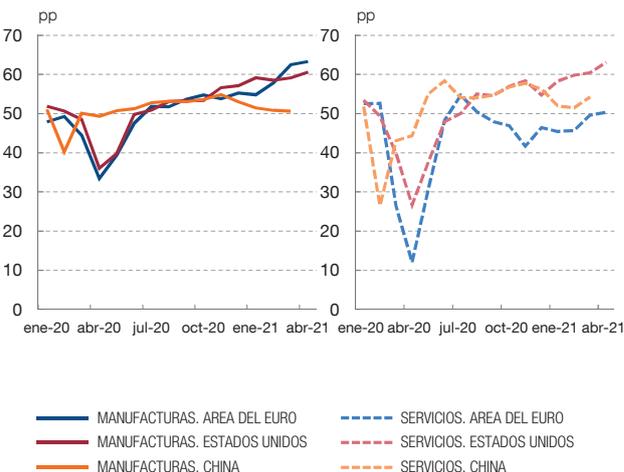
FUENTE: Banco de España.

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.

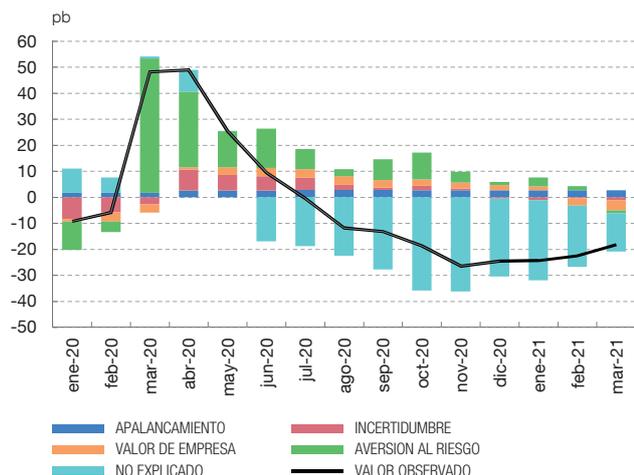
de correcciones bruscas en los precios de los activos financieros y de perturbaciones adversas en la oferta de crédito bancario (véase Esquema 1). La materialización de estos riesgos podría dificultar la intermediación financiera y lastrar la actividad real, más allá de los efectos de la pandemia.

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.

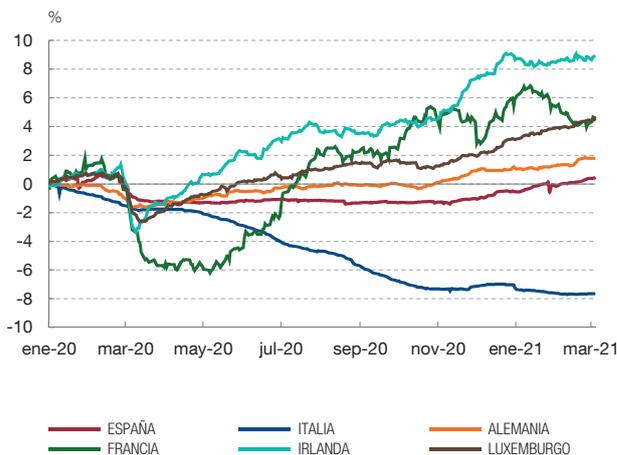
Los principales riesgos identificados son:

- **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)



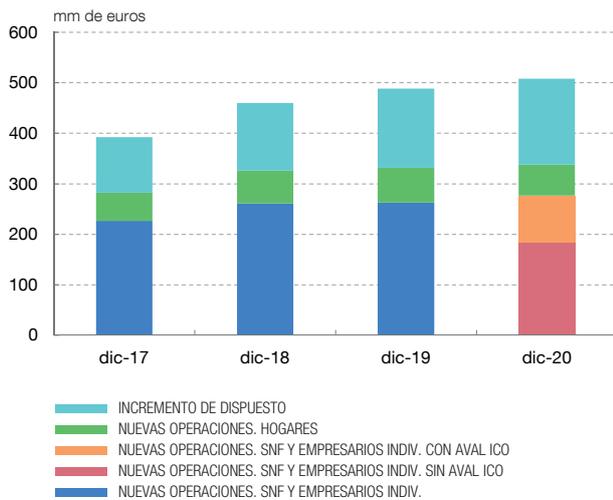
FUENTES: Datastream y Refinitiv.

- 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.

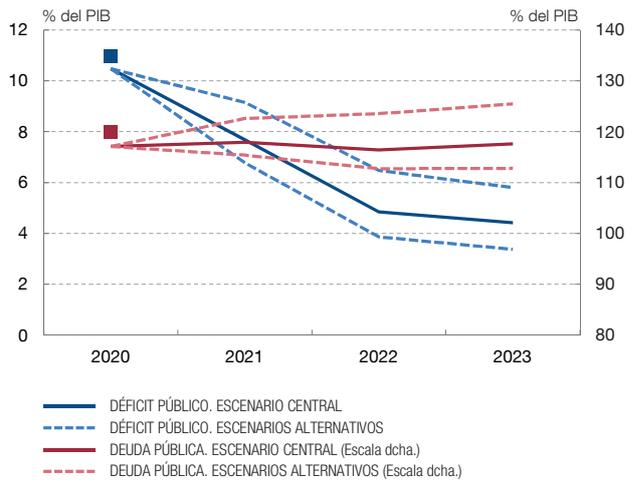
consiguiente aumento de la morosidad. La materialización de estos desarrollos adversos llevaría a una menor fortaleza de la recuperación económica con respecto a la contemplada en los escenarios centrales de previsión (véase gráfico 1) y, previsiblemente, a una mayor heterogeneidad de la misma, en términos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

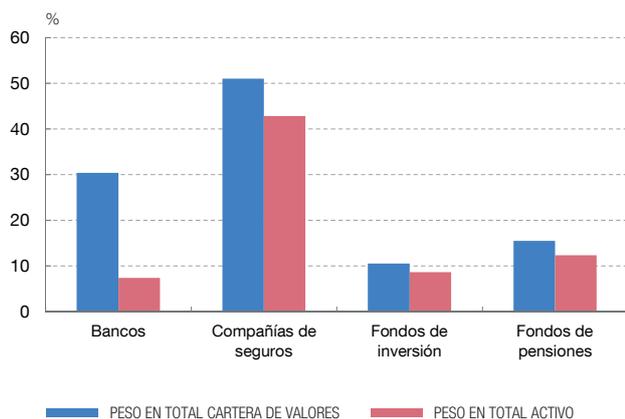
En cuanto a las principales vulnerabilidades de la economía española, destacan:

- **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.

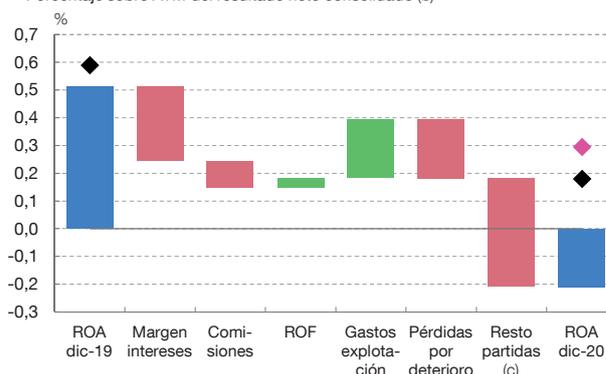
- **V2. Incremento significativo del endeudamiento de las Administraciones Públicas.** El deterioro económico derivado de la crisis sanitaria junto con la aplicación de las medidas de apoyo público para mitigar su impacto han tenido como contrapartida un aumento sustancial del déficit y deuda públicos 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)



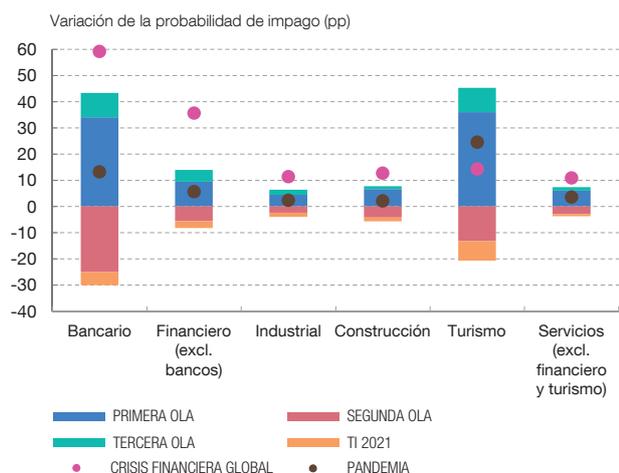
FUENTES: Securities Holding Statistics by Sector y Banco de España.

- 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).

