
03.11.2021

**El análisis de la estabilidad financiera. Una aplicación práctica a la
España de hoy**

Homenaje a Vicente Salas/Funcas

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Quiero comenzar agradeciendo a FUNCAS, a su director general, Carlos Ocaña y a su vicepresidente, José María Méndez su amable invitación a participar en este acto.

No voy a ocultar la enorme satisfacción que me produce participar en este merecidísimo homenaje a Vicente Salas. Yo, personalmente, y, lo que es más importante, la institución que ahora dirijo tenemos una enorme deuda de gratitud con Vicente.

Y es que, durante su dilatada carrera profesional, Vicente ha tenido una vinculación muy estrecha con el Banco de España. Esta intensa relación ha sido muy particular, ya que se ha desarrollado en dos planos diferenciados, pero con unas sinergias evidentes. Por un lado, como miembro de sus órganos de gobierno, contribuyendo a la toma de decisiones de la institución en períodos de grandes cambios. Por otro lado, en el trabajo del día a día, guiando a muchos de sus economistas por el complejo mundo de la investigación en ámbitos como el financiero y el bancario, donde el conocimiento se ha ido ampliando a una gran velocidad en las últimas décadas. No voy a entrar a valorar cuál de estas dos vinculaciones ha sido más importante, ya que en ambos planos su contribución ha sido fundamental, pero sí quiero destacar su capacidad para multiplicar las sinergias entre ambos, influyendo en que la toma de decisiones se basara en investigación de calidad y en que la investigación se orientara hacia los temas que preocupaban a los responsables de la toma de decisiones.

El origen de esta vinculación se encuentra en el período 1994-1998, cuando formó parte del Consejo de Gobierno del Banco de España. Si recordáis aquellos años, España estaba saliendo de una crisis que hizo saltar las costuras del Sistema Monetario Europeo, pero sentó las bases de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que culminaría tan solo un año después de finalizar su mandato.

Más recientemente, en su segunda etapa en los órganos de gobierno, fue miembro de la Comisión Ejecutiva y del Consejo de Gobierno, desde mayo de 2006 hasta mayo de 2018. Sin duda, esta etapa fue todavía más compleja, al tener que lidiar con una crisis financiera global cuyos profundos efectos en el sistema bancario español son de sobra conocidos.

Vicente siempre contribuyó al consenso en la toma de decisiones y apoyó de forma destacada a los servicios técnicos con propuestas analíticas basadas en su experiencia investigadora. No concebía la toma de decisiones sin un análisis riguroso que respaldara las propuestas. Impulsó la necesidad de combinar la información agregada con los datos sectoriales e individuales de empresas y de bancos para alcanzar un diagnóstico más preciso de la situación macrofinanciera. También insistía en la obligación de tener en cuenta las interacciones entre la economía real y la financiera, utilizando siempre el concepto de equilibrio general como marco analítico de referencia. Y, lo que es crucial para una institución con responsabilidades sobre la estabilidad financiera del sistema, pensaba que era una exigencia contar con procedimientos y sistemas que permitieran identificar en todo momento los riesgos y las vulnerabilidades financieros. Precisamente sobre este conjunto de principios se sustenta en la actualidad nuestra aproximación a la política macroprudencial, de la que somos responsables en el Banco de España.

En su segunda faceta, Vicente Salas fue clave en la mejora del rigor de los análisis económico-financieros desarrollados en el Banco de España, contribuyendo a ensanchar su horizonte investigador. Esta aportación se inició en su etapa como consultor en el

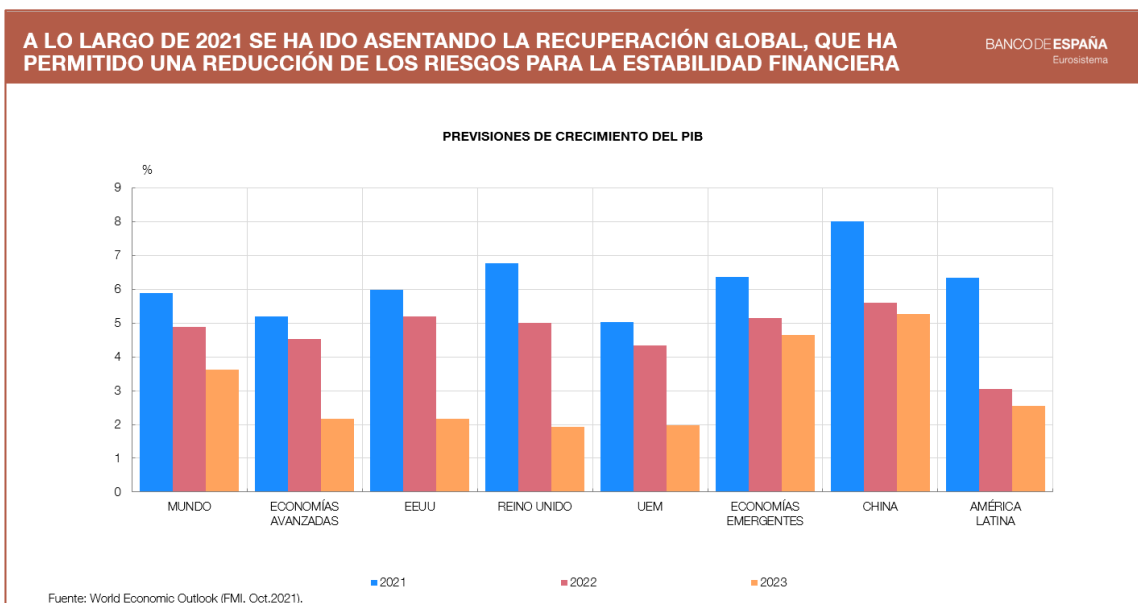
Departamento de Estabilidad Financiera y Política Macroprudencial, desde enero de 2004 hasta abril de 2006, pero la colaboración con sus economistas se ha mantenido hasta ahora, y esperamos que pueda seguir en el futuro.

Los trabajos impulsados por Vicente Salas desde el Banco de España, con una importante difusión en revistas investigadoras de máxima calidad, nos han ayudado a mejorar el conocimiento del sistema financiero en nuestro país y son plenamente relevantes en la actualidad. Destacan sus análisis sobre la fragilidad financiera de las empresas y su impacto en los bancos; la evaluación de los instrumentos de los que disponen los bancos para protegerse de los impagos de crédito o, incluso, para poder identificarlos anticipadamente a través de las garantías bancarias, así como sus estudios sobre la competencia bancaria y la existencia de un *trade-off* con la estabilidad financiera, por señalar solo algunos de los más destacados.

Una contribución quizá incluso más fundamental para la tarea investigadora fue su impulso a la explotación de la rica y granular base de datos con la que contaba el Banco, la Central de Información de Riesgos, para el contraste de todas estas hipótesis. Esto es lo más cercano que tenemos en el Banco de España al *big data* y una pieza básica para el ejercicio de nuestras funciones de análisis económico y de estabilidad financiera. Por cierto, fueron estos trabajos impulsados por Vicente Salas los que sembraron la semilla de los modelos que ahora estamos utilizando para las pruebas de resistencia de los bancos.

No me cabe duda de que, sin estas contribuciones, el análisis de la situación macrofinanciera de la economía española que voy a abordar a continuación sería mucho más limitado.

La resolución progresiva de la crisis sanitaria y la gradual recuperación económica han permitido una reducción de los riesgos para la estabilidad financiera



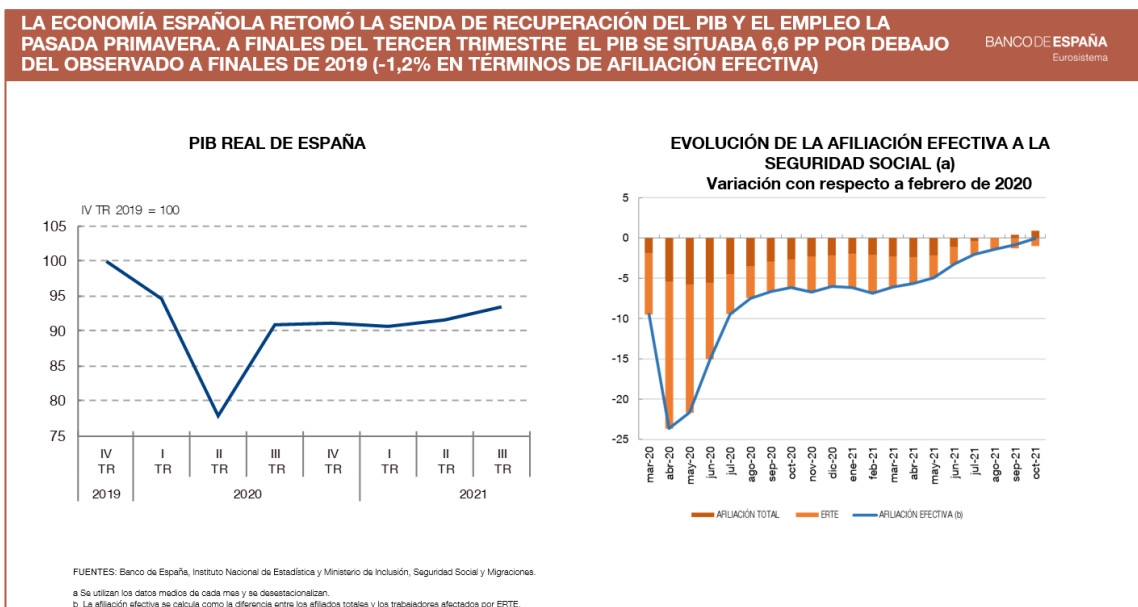
Hace ya más de un año y medio que la pandemia de COVID-19 golpeó a la sociedad y a la economía global. Esta perturbación presentaba un potencial desestabilizador sobre el sistema financiero. Las redes cliente-proveedor tenían el potencial de extender sus efectos a toda la economía y al grueso de la sociedad. Lógicamente, los efectos sobre el sistema bancario habrían sido muy significativos, e incluso habrían podido actuar como amplificador del *shock* inicial.

Dadas estas potenciales implicaciones y la naturaleza exógena y transitoria de la perturbación, se produjo una respuesta sin precedentes de todas las autoridades que ha evitado la materialización de los riesgos para estabilidad financiera.

En el período más reciente, el avance en el proceso de vacunación de la población y la resolución progresiva de la crisis sanitaria a escala global han permitido que las restricciones a la movilidad y a la interacción social se hayan ido levantando progresivamente, de forma que la actividad ha retomado la senda de la recuperación, aunque esta siga siendo incompleta y desigual.

Las previsiones de los distintos organismos internacionales coinciden en señalar un crecimiento económico mundial robusto durante este año y el que viene¹, si bien la recuperación avanza a distintas velocidades entre regiones. En términos generales, está mostrando más solidez en las economías avanzadas y, en cambio, es más débil en las economías emergentes, donde el proceso de vacunación está siendo, en general, más lento.

En la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real sería del 5 % en 2021, lo que permitiría alcanzar el nivel previo a la pandemia en el último trimestre de este año, y del 4,6 % en 2022, de acuerdo con las últimas previsiones del Banco Central Europeo (BCE).



¹ En particular, las previsiones publicadas recientemente por el Fondo Monetario Internacional indican que el avance del PIB mundial será del 5,9 % en 2021 y del 4,9 % en 2022. En 2023, ese crecimiento se moderaría hasta el 3,6 %.

Esta mejora de la situación macrofinanciera también se ha trasladado a la economía española, si bien, tras el avance del tercer trimestre, el PIB se sitúa todavía un 6,6 % por debajo de su nivel previo a la crisis.

A escala agregada, la recuperación en curso está siendo relativamente generalizada por mercados y agentes. En los mercados financieros, las tensiones desencadenadas tras la irrupción de la pandemia se han corregido prácticamente por completo y los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas han tendido a revalorizarse, apoyados por unos resultados corporativos mejores de lo anticipado.

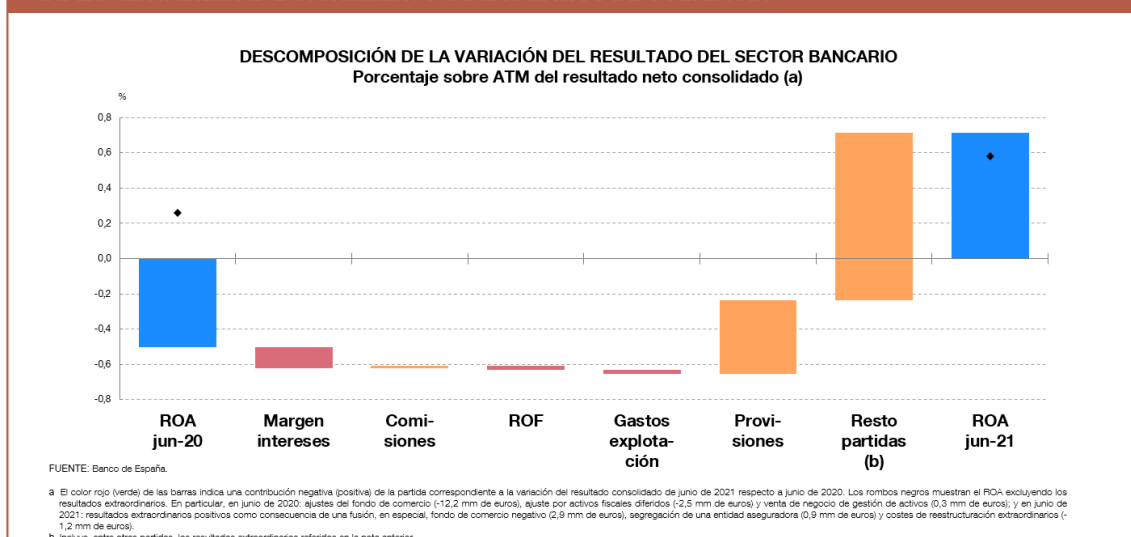
En el caso español, la recuperación económica ha permitido una mejora de los ingresos y de la rentabilidad empresariales, de modo que en la mayoría de las ramas de actividad la facturación empresarial ya ha recuperado los registros del mismo período de 2019. Esta recuperación, junto con las favorables condiciones de concesión de los préstamos y el alargamiento de sus plazos medios estarían contribuyendo también a aliviar los riesgos de liquidez de las empresas. Y los riesgos relacionados con la solvencia empresarial se estarían reduciendo, como muestra la caída reciente de las ratios medias de endeudamiento y de la carga financiera, en este último caso impulsada también por la disminución del coste medio de la deuda viva.

En el caso de los hogares, hay que subrayar que la recuperación del empleo está siendo más rápida que la de la actividad². Así, en octubre de 2021 la afiliación efectiva a la Seguridad Social era apenas un 0,1 % inferior a los niveles prepandemia. Como resultado, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares creció en el primer semestre de 2021 un 1 %, pero todavía inferior, en un 3,9 %, a los niveles de 2019.

En paralelo, si bien la ratio media de endeudamiento de los hogares habría aumentado ligeramente en el primer semestre, la carga financiera se redujo gracias, de nuevo, al descenso del coste medio de la deuda viva³. Y su posición patrimonial se ha visto fortalecida por el incremento de los precios de los activos financieros y reales, y del ahorro acumulado.

² En octubre de este año, el número de afiliados a la Seguridad Social se encontraba por encima del nivel de febrero de 2020 (un 0,9 % en términos de la serie desestacionalizada). La «afiliación efectiva», se construye restando de la cifra de personas afiliadas a los trabajadores en expedientes de regulación temporal de empleo.

³ Así, la ratio de deuda sobre RBD se situó en junio en el 94,9 %, lo que supone 4,2 puntos porcentuales (pp) más que el nivel previo a la pandemia, mientras que la de carga financiera es 0,5 pp superior a la de antes de la crisis sanitaria.



En el caso del sector financiero, el apoyo sin precedentes de la política monetaria y fiscal, junto con los mayores niveles de solvencia y de liquidez que presentaban las entidades al principio de la pandemia, ha permitido que, en esta ocasión, estas mostraran una elevada resistencia a los efectos de la crisis.

Así, en contra de la experiencia histórica, no se ha producido un aumento de los dudosos en el conjunto de la cartera de crédito bancario⁴. Además, la rentabilidad bancaria se ha recuperado ya hasta los niveles prepandemia⁵, como resultado sobre todo del descenso de las dotaciones a provisiones por deterioro (de un 50 % a escala consolidada), que han vuelto también a los niveles previos a la crisis. Un descenso que ha sido más acusado en los negocios fuera de España⁶.

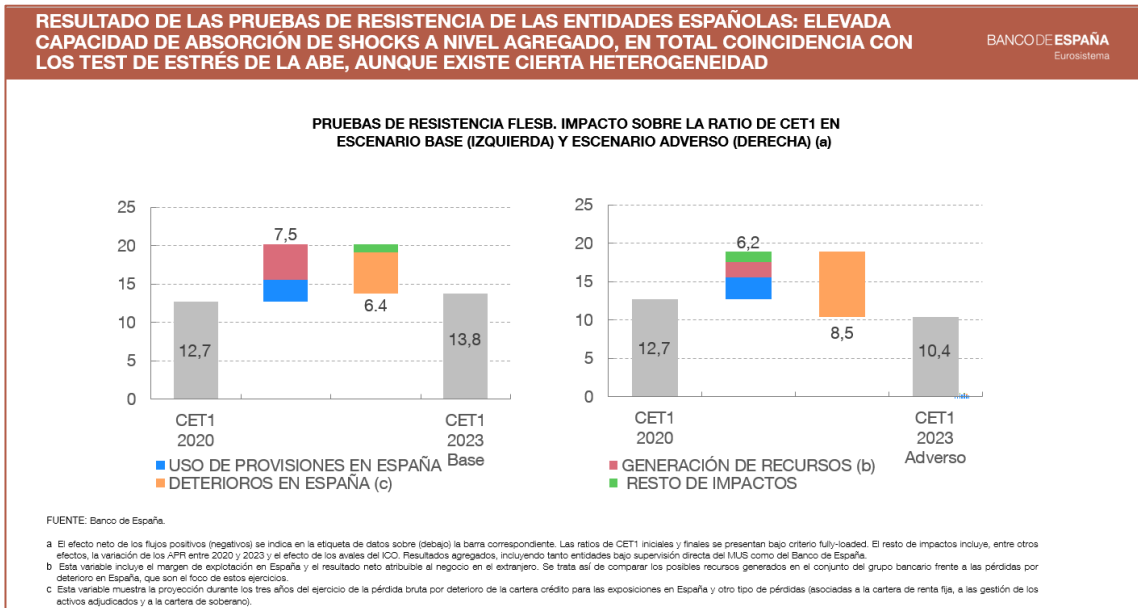
La mejora del resultado ha sido generalizada por entidades. De hecho, esta ha sido más acusada en el grupo de entidades que exhibieron un peor comportamiento el año pasado, de modo que la distribución del beneficio fue en junio de 2021 similar a la de antes de la pandemia.

⁴ De hecho, en junio de 2021 la ratio de dudosos del crédito al sector privado residente se situó en el 4,3 %, 0,25 pp menos que en el mismo mes del año anterior.

⁵ En concreto, en la primera mitad de 2021 la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés) se situó en el 0,71 % (aumento de 1,2 pp respecto al -0,5 % registrado en junio de 2020), y la rentabilidad sobre patrimonio neto, en el 11,2 % (incremento de 18,5 pp respecto al -7,3 % de junio de 2020). Excluyendo los resultados extraordinarios, el ROA del sector se habría situado en el 0,6 %, lo que significaría un aumento de 0,3 pp respecto al ROA sin extraordinarios de junio de 2020 (que habría sido del 0,3 %).

⁶ La rentabilidad también ha aumentado porque al principio de la pandemia los bancos de mayor tamaño españoles registraron resultados extraordinarios negativos asociados al deterioro del fondo de comercio en varias jurisdicciones que este año no se han repetido. Eliminando los resultados extraordinarios positivos asociados a la fusión por absorción de Bankia por CaixaBank, se observa que la rentabilidad del conjunto de los bancos ha vuelto a los niveles prepandemia.

Y la solvencia de las entidades no solo no se ha reducido, sino que incluso ha aumentado. Un incremento que ha sido consecuencia tanto del aumento del capital como del descenso de los activos ponderados por riesgo⁷.



Esta mejora ha tenido su reflejo en los resultados de las pruebas de resistencia que realizamos cada año a las entidades españolas, que en esta ocasión han coincidido con las pruebas de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea (ABE), por lo que los escenarios macroeconómicos considerados han sido idénticos.

En el escenario central de estas pruebas se asume una recuperación de la actividad en línea con las proyecciones económicas disponibles en el momento en el que se inició el ejercicio. En el escenario adverso se asume una caída acumulada del PIB del 3 % en tres años en el caso de España, lo que representa un grado de severidad elevado, dado que se añade a la elevada caída del PIB experimentada en 2020.

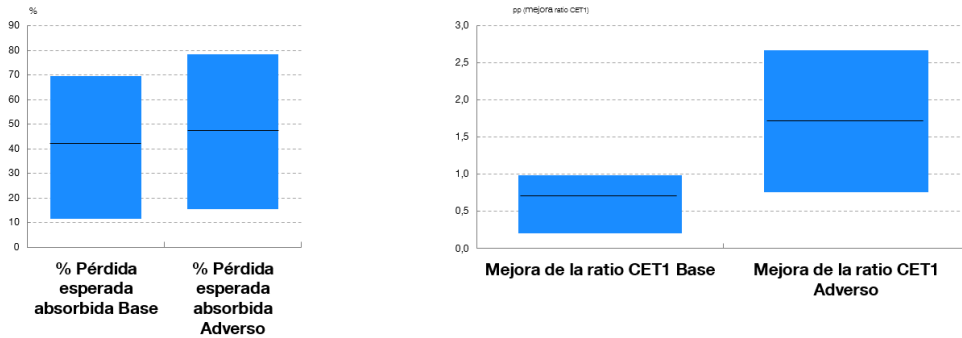
Los resultados muestran que las entidades españolas tienen una elevada capacidad de absorción de *shocks* a escala agregada, en coincidencia con los test de estrés de la ABE, aunque existe cierta heterogeneidad por bancos. En concreto, en el escenario adverso las entidades reducen sus ratios de solvencia, pero se sitúan siempre por encima de los mínimos regulatorios.

⁷ La mejora de la ratio de capital ordinario de nivel 1 fue más acusada entre junio de 2020 y diciembre de 2020, cuando aumentó 69 puntos básicos (pb), y se moderó entre diciembre de 2020 y junio de 2021, cuando alcanzó los 14 pb.

IMPORTANTE CAPACIDAD DE ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS DE LOS PROGRAMAS DE AVALES EN LOS ESCENARIOS ADVERSOS

BANCO DE ESPAÑA
EuroSistema

EFFECTO DEL PROGRAMA DE AVALES ICO (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

a. El En el análisis principal se recoge el efecto del programa de avales bajo supuesto intermedio.

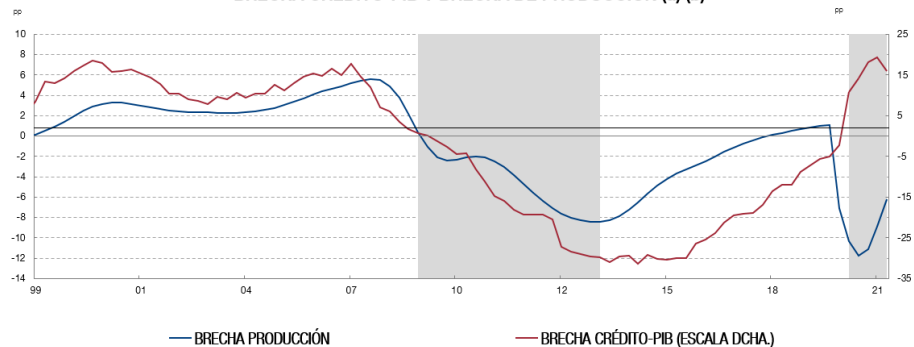
b. Se muestra el rango de efecto de la medida sobre la pérdida esperada de la cartera de empresas (zda) y sobre la ratio CET1 (dcha.) en función de los supuestos realizados sobre la calidad crediticia de los préstamos a empresas y empresarios individuales en España en el programa de avales ICO. El efecto mínimo asume que su pérdida esperada es igual a la media de la cartera de crédito empresarial, mientras el efecto máximo asume que las entradas en dudoso se concentran en primer lugar en los préstamos avalados. La línea negra indica el nivel de efecto intermedio.

Los resultados ponen de manifiesto también que las medidas implementadas para mitigar el impacto de la crisis y, en concreto, el programa público de avales del ICO tienen la capacidad de absorber una parte importante de las potenciales pérdidas que pudieran experimentar los bancos. En concreto, este programa podría reducir en más de 1,5 pp el consumo de capital en el escenario adverso. Lógicamente, este impacto mitigador no es homogéneo por entidades: es superior en aquellas con una mayor exposición a los sectores más afectados por la crisis y a las empresas de menor tamaño.

NO SE OBSERVAN EN LA ACTUALIDAD SEÑALES DE ACUMULACIÓN DE DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS SISTÉMICOS

BANCO DE ESPAÑA
EuroSistema

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



FUENTES: INE y Banco de España.

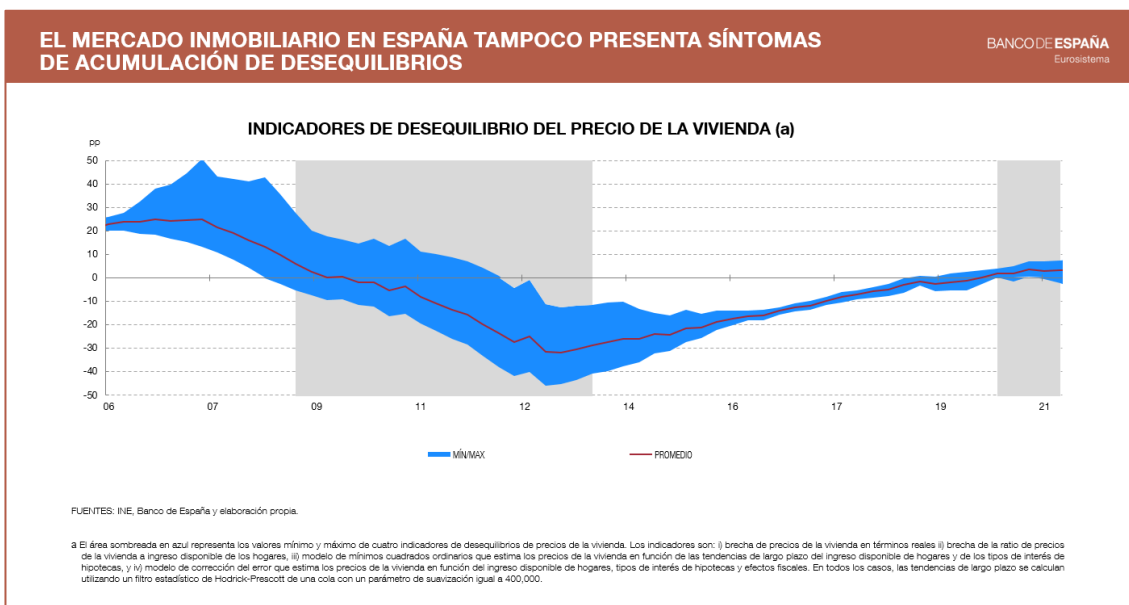
a. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (la última crisis: 2009-Q1 a 2013-Q4) y la crisis sistémica provocada por el Covid-19 (2020-Q1 a 2021-Q2).

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. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase Galén, J. E. (2019), *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*. Documento Ocasional No.1906, Banco de España). Datos disponibles hasta marzo de 2021.

Por otra parte, tampoco observamos señales de acumulación de riesgos financieros sistémicos. Es cierto que algunos de los indicadores, como la brecha de crédito-PIB, se sitúan en nuestro país muy por encima de los umbrales que sugieren la existencia de estos riesgos. Sin embargo, su fuerte aumento tras la pandemia no se debe tanto a un incremento excesivo del crédito, el numerador de la ratio, como a una fuerte caída del PIB, el

denominador de la ratio. Y, de hecho, nuestra previsión es que retorne a niveles por debajo de los umbrales de riesgo en cuanto se consolide la recuperación de la actividad.

Asimismo, la brecha de producción (o *output gap*) negativa ha comenzado a moderarse, y, en línea con las expectativas de recuperación, se espera que se reduzca gradualmente en los próximos trimestres.



Por lo que respecta al sector inmobiliario, los riesgos también parecen contenidos. El número de transacciones de viviendas y la variación anual de nuevo crédito hipotecario han alcanzado niveles elevados en los últimos meses. Y, entre abril y junio de 2021, el incremento intertrimestral del precio de la vivienda ha sido el más elevado en los últimos seis años. Sin embargo, de acuerdo con las estimaciones disponibles, los precios de la vivienda no muestran signos de sobrevaloración y no se está produciendo un incremento del *stock* de crédito hipotecario ni tampoco se observa una relajación en las condiciones de concesión de estos préstamos⁸.

La situación del mercado inmobiliario en España contrasta con la de otros países desarrollados que, de hecho, ya han iniciado el proceso de endurecimiento de la política macroprudencial, principalmente motivado por las señales de alarma en este mercado a escala nacional.

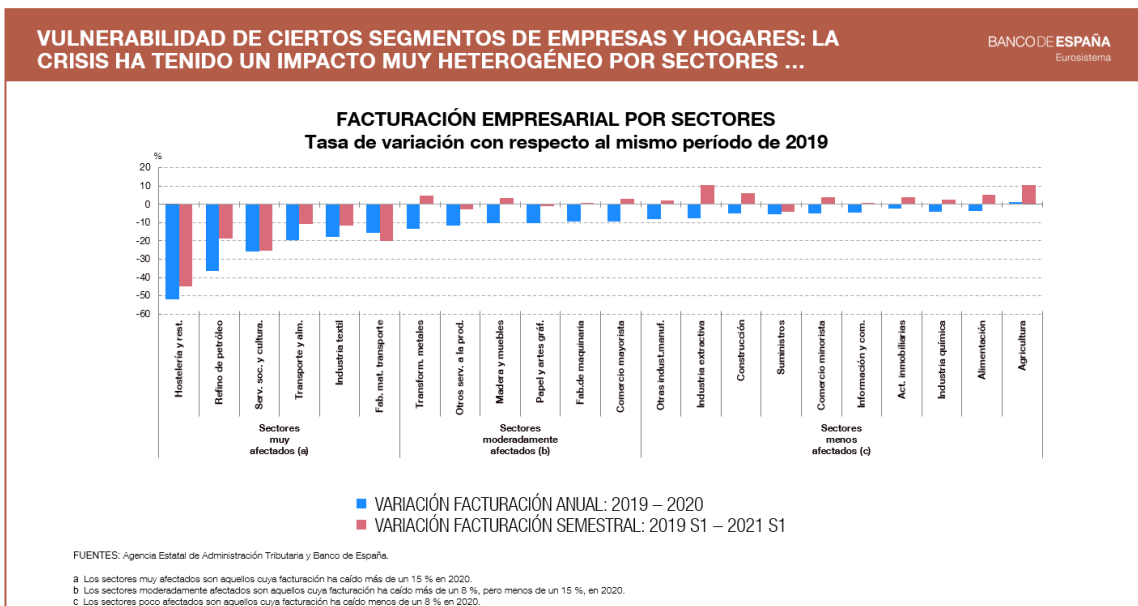
⁸ Por ejemplo, los ratios medios de apalancamiento *loan-to-price* (LTP) se han mantenido relativamente estables durante los últimos meses, si bien con una ligera tendencia a la baja en el caso de las hipotecas a tipo variable. Tampoco se observa un aumento del porcentaje de operaciones con unas ratios LTP superiores al 80 %. Por su parte, los diferenciales de tipos de interés se han mantenido estables en las hipotecas a tipo variable, pero han disminuido en las de tipo fijo, y se han alcanzado para estas los niveles más reducidos de los últimos años. Esta evolución ha venido acompañada de un alargamiento de los plazos en este segmento y de un incremento de su peso relativo en las nuevas operaciones.

No obstante, la crisis ha aumentado algunas vulnerabilidades de la economía española

A pesar de la reducción reciente de los riesgos para la estabilidad financiera, hay que admitir que la crisis ha intensificado algunas de las vulnerabilidades de la economía española, como son el elevado endeudamiento de algunos sectores o empresas o la frágil situación financiera de ciertos hogares y el endeudamiento público. Asimismo, persiste el problema de la baja rentabilidad de la actividad bancaria. En paralelo, se mantienen algunos riesgos a los que conviene efectuar un seguimiento estrecho.

En general, las vulnerabilidades existentes elevan la probabilidad de materialización de los riesgos, tienen la capacidad de amplificar el impacto de cualquier perturbación y limitan la capacidad de reacción de las autoridades.

La debilidad financiera de ciertos segmentos de empresas y de hogares

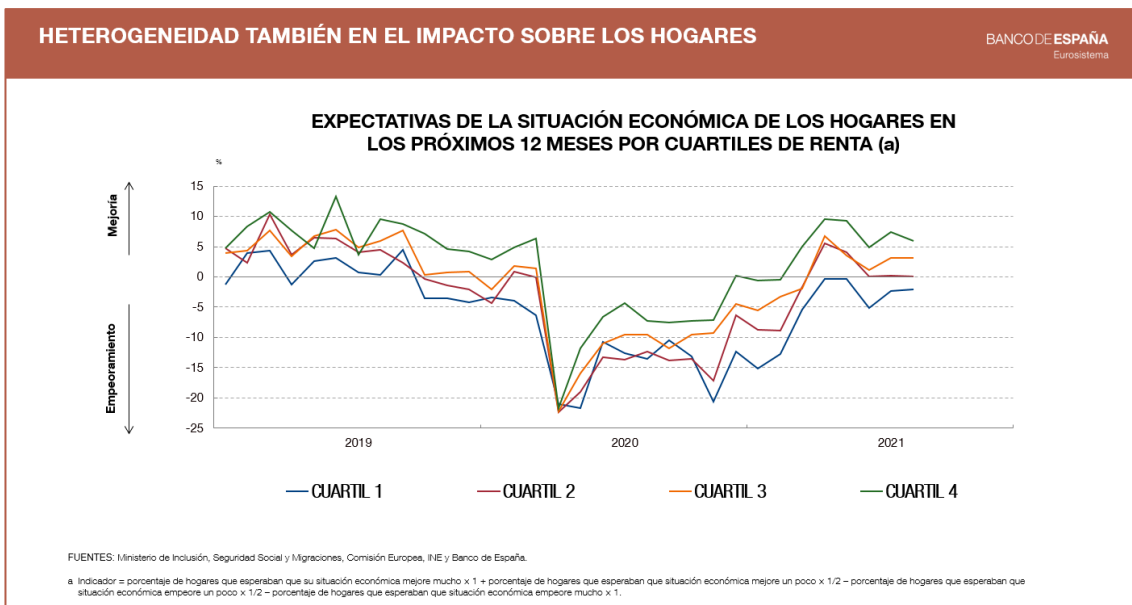


En primer lugar, hay que tener en cuenta que el efecto de la crisis sigue siendo muy desigual. En particular, el valor añadido⁹ de los sectores que requieren mayor interacción social o que se encuentran más imbricados en las cadenas globales de valor aún se encuentra muy por debajo del nivel de 2019¹⁰. Además, en estos sectores los niveles de ventas y la rentabilidad también se sitúan por debajo de las cotas anteriores a la pandemia. Así, según los datos de la Central de Balances Trimestral, durante la primera mitad de este año el porcentaje de empresas con una rentabilidad sobre el activo negativa era todavía 5 pp mayor que el de 2019.

⁹ En el empleo, los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) muestran que, en el tercer trimestre, se mantenía una brecha negativa respecto al nivel previo a la crisis tanto en la industria (-3,1 %) como en los servicios de mercado (-0,9 %). Y esta brecha era particularmente elevada en las ramas de hostelería (-10 %) y de comercio (-2,9 %).

¹⁰ Afortunadamente, estos sectores representan un porcentaje moderado del PIB de nuestra economía y de las exposiciones crediticias de las entidades.

Además, los sectores más afectados por la pandemia han sido los que han elevado su endeudamiento durante la pandemia y los que muestran un mayor deterioro crediticio, tanto observado como latente.



En el caso de los hogares, se observan también estos efectos heterogéneos de la crisis. Como ilustración, de acuerdo con los datos de la EPA publicados la semana pasada, si se compara el nivel actual del empleo con el observado en el tercer trimestre de 2019, el impacto de la crisis sigue siendo elevado en los asalariados temporales, cuyo empleo se sitúa un 1,9 % por debajo del observado hace dos años (+1,6 % en aquellos con un contrato indefinido) y en aquellos de menor nivel educativo (-14,1 %).

En línea con esta heterogeneidad, la mayoría de los hogares esperaban una mejoría de su situación económica durante los 12 próximos meses¹¹. Sin embargo, esta pauta no se observa para las familias que se sitúan en el cuartil inferior de renta, que anticipan un deterioro de su situación económica.

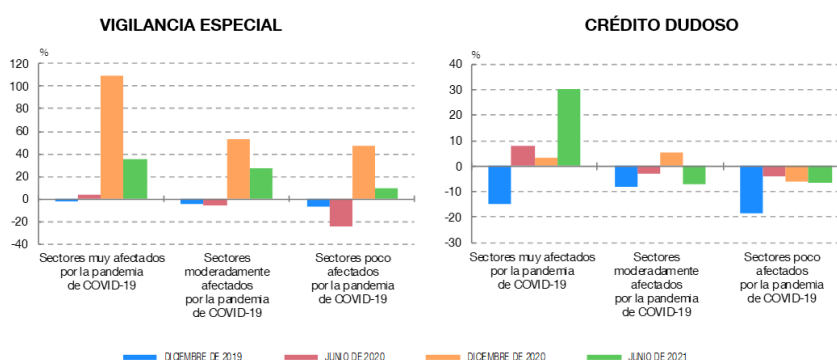
En paralelo, se ha observado un comportamiento diferenciado en términos de las decisiones de endeudamiento de los hogares. En general, son las familias con más ingresos, y especialmente el quintil con mayor renta, y aquellas más afectadas por la crisis¹² las que habrían mostrado una mayor propensión a endeudarse o habrían tenido un mayor acceso al crédito desde el inicio de la pandemia.

Al mismo tiempo, se ha observado un incremento muy significativo del ahorro, al que habrían contribuido todos los cuartiles de renta de los hogares, pero las familias con menos renta lo habrían hecho en menor medida.

¹¹ Según la Encuesta de Confianza del Consumidor de la Comisión Europea.

¹² Este último resultado podría explicarse, al menos en parte, por el mayor uso de las moratorias de préstamos.

TASA DE VARIACIÓN INTERSEMESTRAL DEL CRÉDITO EN VIGILANCIA ESPECIAL Y DEL CRÉDITO DUDOSO. SNF Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES
Negocios en España, DI (a)



FUENTE: Banco de España.

a El crédito a los sectores más afectados se aproxima como el correspondiente a sectores con una caída de la facturación de más del 15 % en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. El crédito a los sectores moderadamente afectados se aproxima con la siguiente sectorización del estado regulatorio FI-130: metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de los sectores poco afectados.

Esta heterogeneidad se está trasladando ya a la calidad del crédito. En concreto, si los créditos en vigilancia especial han aumentado notablemente (53 %) en los 12 últimos meses y los créditos refinanciados o reestructurados pasaron a crecer un 8,8 % en tasa interanual en junio de 2021, estos deterioros se habrían concentrado en los sectores de actividad más afectados por la pandemia. Y esto se produce en un contexto en el que los apoyos de las medidas extraordinarias todavía son importantes, incluyendo las moratorias en algunos de los procedimientos concursales.

Por su parte, el porcentaje de préstamos vinculados a moratorias vencidas o desistidas que se encontraban en vigilancia especial en junio de 2021 alcanzó el 20 %, mientras que el 9 % estaba en situación de dudoso. Este deterioro podría, además, aumentar en los próximos trimestres, ya que una parte importante de las moratorias han vencido a lo largo del segundo trimestre de 2021. No obstante, debe recordarse que los préstamos que han recibido moratorias representan un porcentaje reducido de la cartera de las entidades.

Finalmente, en cuanto a la situación de los préstamos con aval ICO concedido a empresas no financieras y a empresarios individuales, el peso del crédito dispuesto en vigilancia especial aumentó 8 pp, alcanzando el 16 %. De nuevo, debe tenerse en cuenta que una fracción importante de las operaciones avaladas por el ICO se encuentran en período de carencia en la actualidad, lo que modera a corto plazo la materialización del riesgo de crédito, pero podría materializarse en mayor medida a medio plazo. En este sentido, las tasas de morosidad de esta cartera son menores que las que se observan a escala agregada, pero, en cambio, el porcentaje de préstamos en vigilancia especial es mucho mayor.

En conjunto, toda esta información sugiere que existen segmentos de empresas y de familias cuya situación financiera es frágil, lo que podría dar lugar, en particular en escenarios de menor crecimiento económico, a un deterioro de la calidad crediticia que, a su vez, podría requerir dotaciones adicionales para algunas entidades en los próximos años. La potencial magnitud de este esfuerzo presenta, en todo caso, una marcada heterogeneidad entre entidades.

El deterioro de las finanzas públicas



En segundo lugar, y como efecto colateral de las medidas implementadas para mitigar el impacto de la crisis en hogares y empresas y de la propia crisis económica, la situación de las finanzas públicas se ha deteriorado de manera significativa.

En concreto, el déficit de las Administraciones Públicas alcanzó el 11 % del PIB en 2020, y en agosto de este año se situaba todavía en el 8,3 % del PIB en términos acumulados de 12 meses. El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) estima que este alcance el 8,4 % del PIB en 2021 y se reduzca 3,4 pp, hasta el 5 %, en 2022. Por su parte, las estimaciones disponibles muestran que una parte importante de este déficit público tendría un componente estructural, y no hay que olvidar el impacto que el envejecimiento de la población generará sobre determinadas partidas de gasto público, como las pensiones o la sanidad.

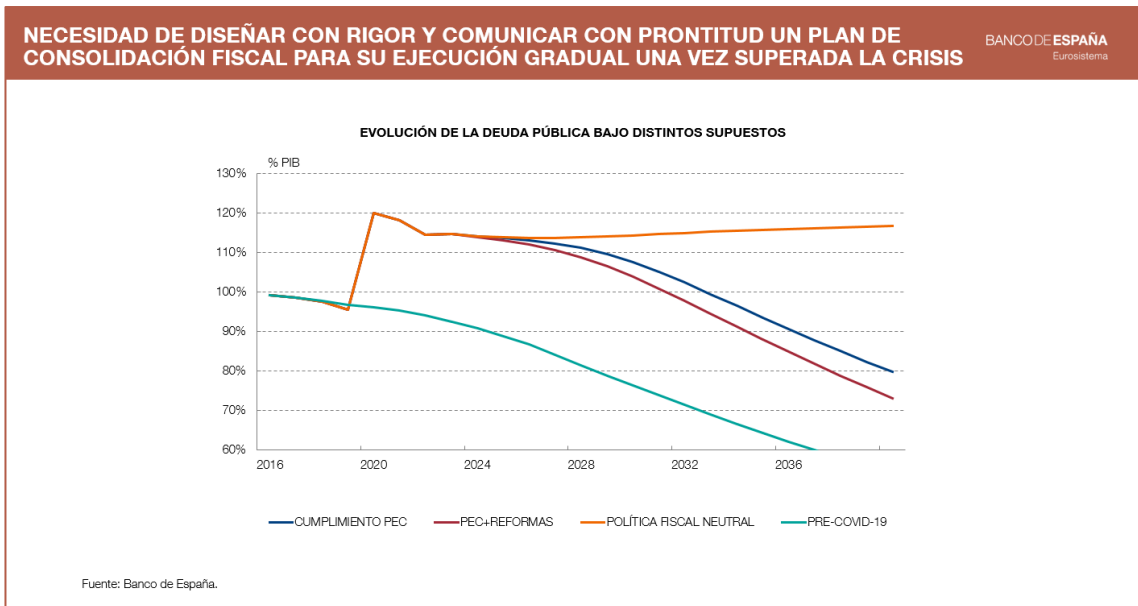
Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB se situaba en junio en un 123 % del PIB, más de 25 puntos por encima del nivel previo a la crisis. Para 2022, los PGE prevén que se redujera hasta el 115 % del PIB como resultado del crecimiento del producto nominal.

Es evidente que durante la crisis la política fiscal expansiva era necesaria. De hecho, sin las medidas adoptadas, el impacto de la crisis sobre la actividad y el empleo hubiera sido mucho mayor, y sus efectos, mucho más persistentes, lo que hubiera supuesto incluso un deterioro aún mayor de las finanzas públicas.

A corto plazo, la política monetaria expansiva del BCE ha limitado el impacto sobre el coste de financiación de la deuda pública, y los plazos de amortización relativamente largos de esta mitigarían el efecto inmediato de un potencial endurecimiento de las condiciones de financiación.

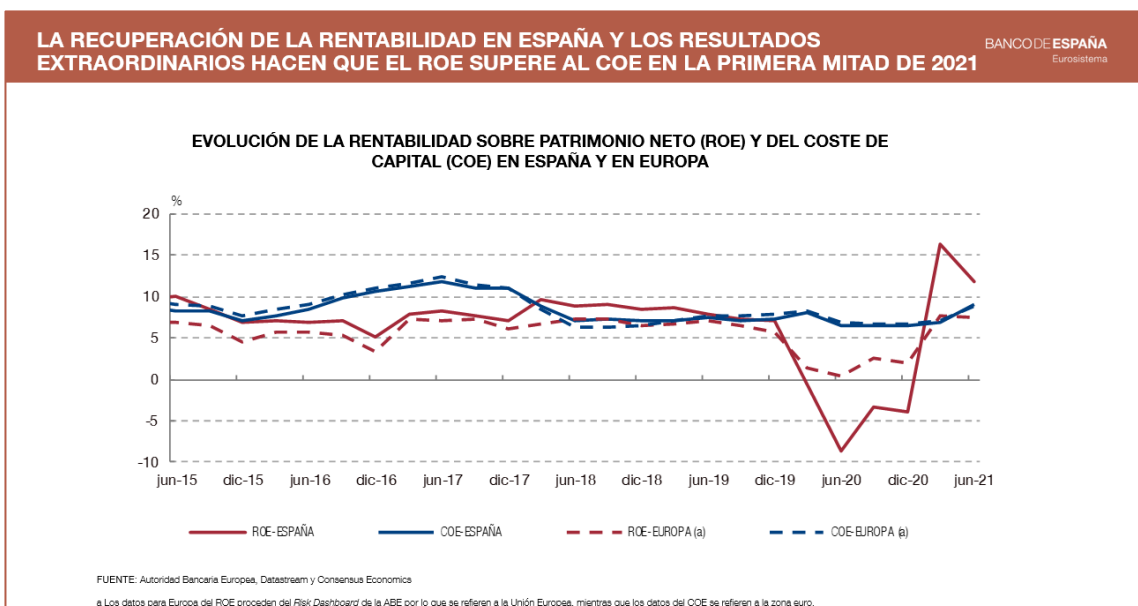
Sin embargo, hay que reconocer que un nivel elevado de deuda pública limita la capacidad de reacción de la política fiscal ante la materialización de nuevos *shocks* y, además, sitúa a

la economía española en una situación de vulnerabilidad ante un potencial deterioro de las condiciones de financiación en los mercados.



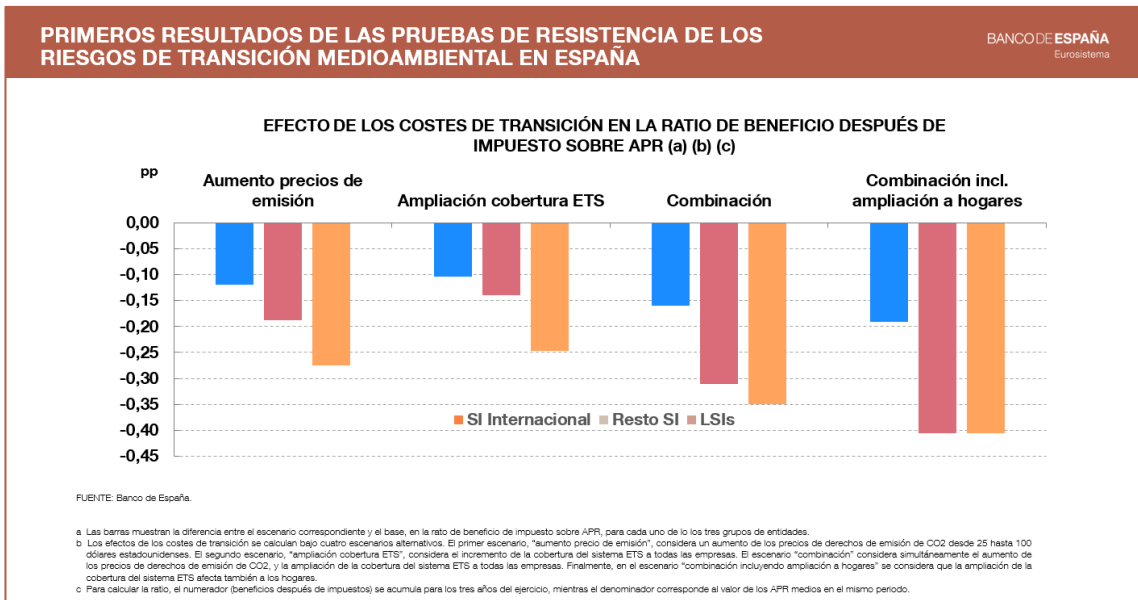
En este sentido, de acuerdo con los ejercicios de simulación realizados por el Banco de España, bajo determinados supuestos prudentes sobre la evolución del crecimiento económico y los tipos de interés, reducir de manera significativa la ratio de deuda pública exigiría un programa de consolidación presupuestaria ambicioso, que se vería especialmente favorecido si es acompañado de reformas estructurales que incrementen el crecimiento potencial de la economía.

La baja rentabilidad de las entidades financieras



Un tercer foco de vulnerabilidad con potenciales implicaciones para la estabilidad financiera es la baja rentabilidad de los intermediarios financieros, que, a pesar de haber recuperado los niveles previos a la crisis, se mantiene reducida, en Europa y también en España, cuando se compara con la que se obtiene en otros sectores económicos o por las entidades bancarias en otras geografías, como Estados Unidos o los países nórdicos. Y, sobre todo, se mantendrían los retos para cubrir el coste de capital que demandan los inversores una vez superados los efectos transitorios extraordinarios sobre la rentabilidad de 2020 (negativos) y de 2021 (positivos).

En el medio plazo, más allá de la existencia de los deterioros latentes en las carteras de crédito que he mencionado, es altamente probable que se mantengan los desafíos estructurales a la generación de beneficios del sector bancario, entre los que destacan el entorno de bajos tipos de interés, la creciente competencia de empresas tecnológicas, el incremento de los ciberriesgos y los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.



Precisamente en relación con el cambio climático, desde el punto de vista de un supervisor financiero, debemos reconocer que este puede tener efectos relevantes para la estabilidad financiera, asociados a la potencial materialización de los riesgos tanto físicos como de transición. Este es el motivo por el que los supervisores estamos haciendo un esfuerzo importante para evaluar estos riesgos y obligar a que las entidades los incorporen a su toma de decisiones.

En concreto, el BCE ha publicado recientemente sus pruebas de resistencia climática. Estas pruebas abarcan aproximadamente cuatro millones de empresas de todo el mundo y 1.600 grupos bancarios consolidados del área del euro, e incorporan el impacto de los riesgos físicos y de transición mencionados para un horizonte temporal de 30 años.

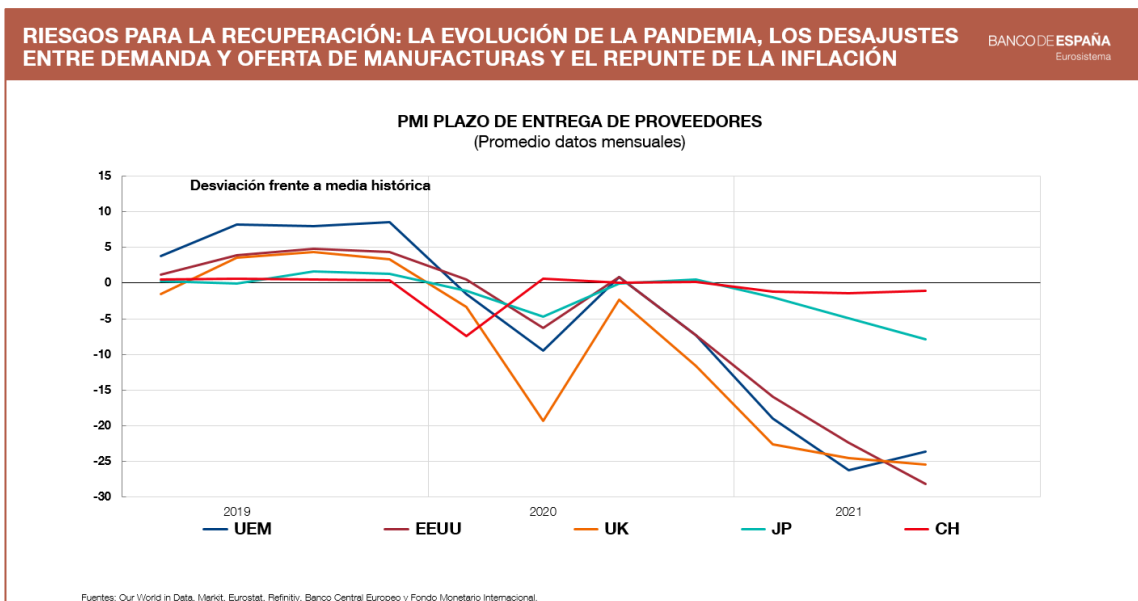
Los resultados de estas pruebas permiten concluir que, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, los beneficios a largo plazo derivados de la adopción de medidas que impulsen la transición a una economía libre de carbono compensan con creces los

costes a corto plazo de esta transición. Y muestran también que estos beneficios son mayores cuanto más temprana es la acción de la política económica.

Asimismo, se encuentra que, si el cambio climático no se mitiga, el efecto de la materialización de los riesgos físicos sería muy significativo y se concentraría en determinadas zonas geográficas, lo que se traduciría en importantes pérdidas, en especial para las entidades de crédito más expuestas¹³.

El Banco de España también ha llevado a cabo pruebas de resistencia agregadas para evaluar la capacidad de resistencia del sector bancario español a los riesgos de transición relacionados con el clima. Los primeros resultados, que se publicarán próximamente en el *Informe de Estabilidad Financiera* de otoño de 2021 y en la *Revista de Estabilidad Financiera* del Banco de España, muestran un impacto moderado, aunque heterogéneo, en la probabilidad de impago de los distintos sectores y, por tanto, en la rentabilidad de las entidades de crédito españolas. Y, de nuevo, estas simulaciones evidencian que la materialización de los riesgos físicos tiene unos impactos económicos potencialmente muy significativos.

Además de estas vulnerabilidades, se identifican algunas fuentes de riesgo derivados de una recuperación potencialmente más lenta o un endurecimiento de las condiciones de financiación



Como señalaba antes, desde primavera se ha retomado la senda de recuperación, en paralelo al proceso de vacunación, y las proyecciones macroeconómicas anticipan el mantenimiento de esta recuperación en los próximos trimestres.

Sin embargo, los riesgos en torno a este escenario central se mantienen a la baja. En concreto, más allá de posibles evoluciones más negativas de lo esperado de la pandemia, se han producido algunos cambios en el entorno económico global, que se venían

¹³ En estas pruebas de resistencia, la posible reacción de las entidades de crédito a la materialización de los riesgos no se ha modelizado, ya que el objetivo es mostrar qué ocurriría si no cambiara nada.

fraguando en meses pasados y que en las últimas semanas han cobrado una mayor relevancia. Me refiero a las alteraciones en las cadenas globales de suministros y al encarecimiento de los costes de algunos bienes intermedios utilizados en los procesos productivos y, en particular, de la energía (que, además, constituye un componente muy importante de la cesta de consumo de los hogares). En conjunto, estas novedades tienden a apuntar a un cierto empeoramiento del contexto económico global.

En efecto, la rápida recuperación de la demanda mundial, que se añade al fuerte consumo de manufacturas que provocó la pandemia como sustitución del gasto en servicios restringidos y como reflejo de la aceleración del proceso de digitalización, ha generado tensiones en las cadenas de suministros globales, con fuertes alteraciones en el transporte marítimo internacional, lo que ha provocado un aumento significativo de su coste y retrasos en el aprovisionamiento de productos. La escasez de suministros se ha traducido en cuellos de botella en la industria que han afectado de manera más intensa a las economías avanzadas.

En este contexto, resulta ilustrativo que, de acuerdo con la estimación provisional, el PMI compuesto de producción del área del euro disminuyó en octubre casi 2 puntos, hasta el nivel 54,3, que representa su valor más bajo en seis meses. Si bien el mayor retroceso se concentró en las manufacturas (con una caída en octubre de 2,5 puntos, hasta 53,2, su valor mínimo en 16 meses), también el sector servicios perdió dinamismo (caída de 1,7 puntos, hasta 54,7, su valor mínimo en seis meses).

En España, el efecto de los desajustes en las cadenas de suministros globales se ha traducido ya en un aumento significativo de los plazos de entrega de los pedidos industriales y, en algunos casos, en la necesidad de reducir el ritmo de producción, como consecuencia de la escasez de materias primas y de consumos intermedios. Un caso destacado es el de la industria automovilística, una de las más afectadas por la escasez de semiconductores a escala global.

Además, la insuficiencia de la oferta de algunos bienes y servicios para abastecer la demanda ha generado un incremento de los precios. Dicho incremento ha sido particularmente acusado en el caso de diversos metales industriales y del transporte, y en el de las fuentes energéticas, sean estas primarias —como el petróleo, el gas o el carbón— o secundarias —como la electricidad, producida en parte mediante algunas de las fuentes primarias mencionadas—. Este aumento se ha trasladado a los precios finales pagados por los hogares y las empresas, lo que comprime sus rentas reales y, por tanto, afecta negativamente al ritmo de la recuperación.

Nuestra valoración es que el actual repunte inflacionista obedece fundamentalmente a factores de naturaleza transitoria, si bien estos factores podrían mostrar un mayor grado de persistencia que el estimado inicialmente, de forma que cabe pensar que, en los próximos meses, seguiremos observando tasas relativamente altas de inflación.

Las causas del repunte actual reflejan, en primer lugar, el cierre de determinadas actividades productivas como forma de contener la pandemia, lo que condujo, especialmente en la primera mitad de 2020, a caídas significativas de los precios de ciertos bienes y servicios. La recuperación posterior de los precios previos a la crisis, al compás de la reapertura de la economía, ha conducido a un efecto escalón sobre la tasa de inflación.

Este ha sido el caso de los precios del petróleo y de los servicios en los que el contacto personal desempeña un papel más destacado. Este encarecimiento debería, en principio, ser puramente transitorio y no extenderse más allá del momento en el que los efectos base desaparezcan del cálculo de la tasa interanual.

En segundo lugar, como he expuesto, los diversos bienes energéticos están experimentando encarecimientos adicionales, lo que dota de mayor persistencia a los desarrollos recientes. En principio, se espera que este encarecimiento tenga una naturaleza transitoria, como anticipan los precios cotizados en los mercados de futuros de esas materias primas, que apuntan a una reducción a lo largo de 2022. Pero no se puede excluir que el aumento de los precios persista en los próximos meses, dado el incremento del consumo energético durante el invierno, en un contexto en el que el volumen de existencias de petróleo y de gas es relativamente reducido.

Además, en este encarecimiento de la energía confluyen un conjunto complejo de factores de carácter más estructural, tanto de demanda como de oferta. Estos últimos incluyen las políticas de los principales países productores de petróleo y de gas, y el freno a las inversiones en combustibles fósiles que se desprende de su incierto futuro, dadas las políticas de lucha contra el cambio climático a las que me he referido anteriormente.

Finalmente, en el caso de diversos bienes industriales no energéticos, a la recuperación de la demanda se han sumado las alteraciones en las cadenas globales de producción y el encarecimiento de muchos productos intermedios y materias primas, así como del transporte. Este aumento de costes se estaría trasladando parcialmente a los precios de venta de los productos finales. En principio, cabe pensar que estas disrupciones en las cadenas de producción globales deberían desaparecer gradualmente a lo largo del próximo año.

En definitiva, en la medida en que estos factores se vayan normalizando, la inflación se irá reduciendo a lo largo de 2022, como, de hecho, muestran las expectativas de los consumidores y las proyecciones de los analistas, que anticipan que a medio plazo la inflación se situará por debajo del objetivo del BCE, del 2 %.

En todo caso, hay que reconocer que existe una notable incertidumbre acerca de la duración del actual episodio inflacionista. Y, como es obvio, cuanto mayor sea esa duración, mayor será también la probabilidad de que el aumento de la inflación gane persistencia, tanto a causa de que los aumentos de costes se filtren con mayor intensidad a los precios finales como de que el alza de estos dé lugar a mayores demandas salariales. Este eventual escenario no tiene, sin embargo, un carácter inevitable. Por el contrario, las actuaciones de los agentes económicos nacionales, en el ámbito público y en el privado, pueden contribuir a reducir su posible incidencia, como señalaré más adelante.

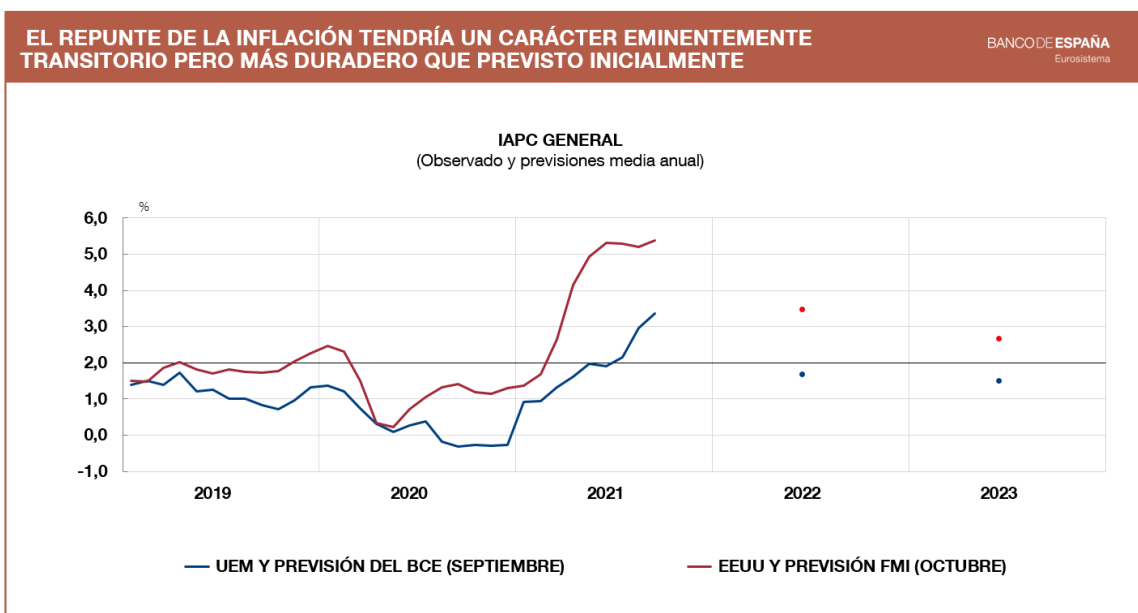
Asimismo, a la hora de realizar una valoración de la posible incidencia del repunte inflacionario a medio plazo, es importante considerar como punto de partida la tendencia desinflacionista observada desde buena parte de la década pasada, que dio pie a tasas muy reducidas de variación de los precios. En particular, una de las características del proceso desinflacionista de los años previos a la pandemia fue el aparente debilitamiento de la conexión entre el grado de holgura cíclica y el crecimiento de precios y de salarios. Son diversos los argumentos que se han esgrimido para intentar explicar este fenómeno,

observado a escala global. Estos incluyen desarrollos como la globalización, la automatización de procesos productivos o la expansión del comercio electrónico, que habrían contribuido a moderar las demandas salariales de los trabajadores y la capacidad de las empresas de expandir sus márgenes. Asimismo, los desarrollos demográficos, que, por su naturaleza, presentan una inercia muy elevada, habrían contribuido en los últimos años a mantener las presiones de la demanda en niveles relativamente moderados.

En mi opinión, es muy prematuro considerar que la incidencia futura de los factores anteriores se haya reducido tras la pandemia y, por tanto, que el repunte reciente de la inflación pueda suponer una cierta ruptura de la tendencia de inflación reducida que prevaleció durante, aproximadamente, una década.

En el mismo sentido, hay que recordar que el modesto avance de la productividad, el reducido crecimiento de la población y su progresivo envejecimiento, y la alta demanda de activos sin riesgo son los principales responsables de los reducidos tipos de interés reales de equilibrio observados en los últimos años.

En todo caso, los riesgos inflacionistas mencionados conectan, a su vez, con el derivado de un potencial deterioro de las condiciones de financiación y una corrección de las valoraciones de los activos financieros.

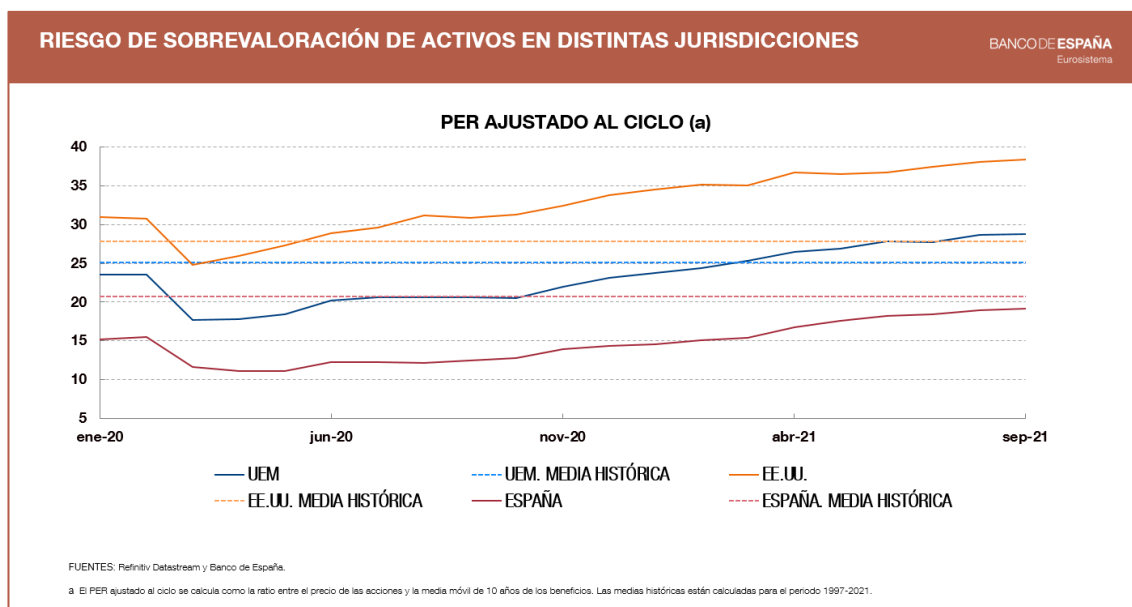


En efecto, a escala internacional se sigue observando una brecha entre los precios de los activos financieros con riesgo y algunos de sus determinantes históricos, como, por ejemplo, la rentabilidad empresarial. Este no parece ser el caso de España, pero, si se produjera una corrección de las valoraciones en otras geografías, especialmente en aquellas que centralizan el grueso de los flujos de inversión internacional, las intensas interconexiones entre agentes y mercados tendrían la capacidad de expandirlas a todos los mercados.

Es evidente que el bajo nivel de los tipos de interés reales a largo plazo constituye un importante factor de apoyo a estas valoraciones, por lo que una normalización de los

estímulos monetarios más rápida de lo esperado por los mercados podría desencadenar correcciones en los precios de los activos.

De hecho, se ha producido un incremento de la volatilidad desde agosto, en un contexto de incremento de los riesgos al alza sobre la inflación a medio plazo percibidos por los mercados financieros y en el que los inversores empiezan a descontar una posible retirada de parte de los estímulos monetarios por los principales bancos centrales. Así, las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas han repuntado desde entonces, si bien las primas de riesgo corporativas y soberanas, a pesar del repunte reciente de estas últimas en varios países del área (sobre todo en el caso italiano), se han mantenido en niveles reducidos, y los tipos de interés reales a largo plazo se encuentran cerca de sus mínimos históricos.



En el contexto actual, el papel de las políticas económicas sigue siendo crucial

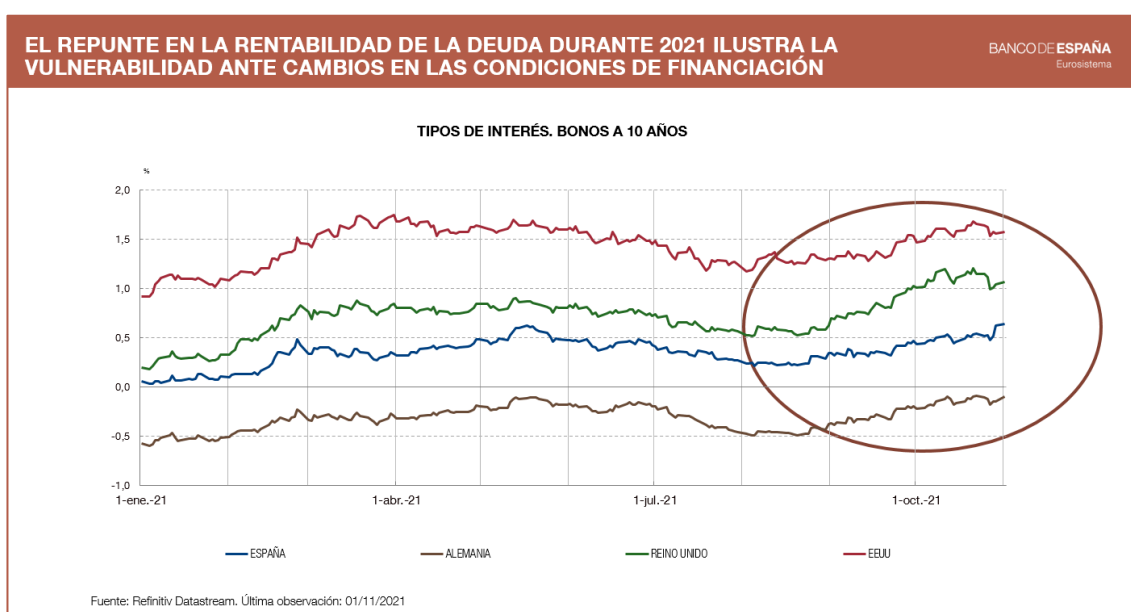
La reacción rápida y contundente de las políticas económicas desde el inicio de la crisis ha sido crucial para limitar los efectos y las secuelas de la crisis. Las políticas monetaria y fiscal permitieron que hogares y empresas conservaran una proporción elevada de sus rentas y vieran mitigado el impacto negativo de la pandemia sobre su posición financiera. Estas acciones habrían evitado también que el tejido productivo sufriera grandes daños, así como la materialización de los riesgos para la estabilidad financiera.

El contexto actual y previsto se caracteriza, como decía, por una recuperación progresiva de la actividad, pero dicha recuperación se encuentra todavía sujeta a varios elementos de riesgo relevantes y muy condicionada por el apoyo de las políticas económicas. Por ello, las políticas monetaria y fiscal deben evitar, en mi opinión, una retirada prematura de los estímulos.

En el caso de la política monetaria, las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE más recientes, incluida la nueva estrategia de política monetaria, garantizan el mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables durante la recuperación económica.

En particular, la nueva estrategia del BCE, anunciada el pasado 8 de julio, establece un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. Este objetivo es simétrico, en el sentido de que las desviaciones positivas y negativas respecto a este se consideran igualmente indeseables. Para mantener esta simetría, la nueva estrategia reconoce la importancia de tener en cuenta las implicaciones del límite inferior de los tipos de interés. En particular, el nuevo marco estratégico establece la necesidad de medidas de política monetaria especialmente contundentes o persistentes cuando la economía se encuentra cerca de ese límite inferior. Esto puede implicar asimismo un período transitorio en el que la inflación se sitúe moderadamente por encima del objetivo.

Una primera aplicación de este nuevo marco estratégico al instrumental de política monetaria del BCE tuvo lugar el pasado 22 de julio, mediante la modificación de la orientación sobre la senda futura de los tipos de interés, la denominada *forward guidance*. Según la nueva orientación, el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en sus niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe que la inflación se sitúa en el 2 % bastante antes del final de su horizonte de proyección y de forma duradera en el resto de dicho horizonte, y considere que el progreso realizado de la inflación subyacente está lo suficientemente avanzado como para ser compatible con una estabilización de la inflación en el 2 % a medio plazo.



De este modo, la nueva orientación sobre las condiciones que regirán las decisiones futuras sobre los tipos de interés, junto con la percepción de que el actual episodio inflacionario tiene una naturaleza predominantemente transitoria, se traduce en unas expectativas de continuación del actual tono expansivo de nuestra política monetaria durante un tiempo dilatado. En este sentido, tal y como subrayó la presidenta, Christine Lagarde, en la rueda de prensa posterior a la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de la semana pasada, nuestro análisis no apoya que se cumplan las condiciones que acabo de mencionar de nuestra *forward guidance* en el momento en el que los mercados financieros están actualmente anticipando el primer incremento de los tipos de interés, en torno al tercer trimestre de 2022. Ni tampoco apoya que estas condiciones se vayan a cumplir en una fecha temprana tras ese momento.

En definitiva, dada la información disponible, en el BCE estamos decididos a continuar suministrando los estímulos monetarios necesarios para que, a medio plazo, la inflación alcance de forma duradera el objetivo del 2 %, sin reaccionar prematuramente ante perturbaciones transitorias.

En cuanto a la política macroprudencial, como señalé con anterioridad, la ausencia de señales de emergencia de riesgos sistémicos en nuestro país permite que la orientación de esta política pueda seguir apoyando la consolidación de la recuperación económica, si bien habrá que seguir monitoreando las distintas fuentes de riesgo identificadas.

En el caso del sector bancario, las incertidumbres todavía existentes deben llevar a las entidades a no precipitarse a la hora de revertir las provisiones dotadas el pasado año y a esperar a que se tenga plena confianza en que la cartera crediticia evolucionará favorablemente. Además, las entidades tienen que seguir haciendo esfuerzos para continuar fortaleciendo su posición de solvencia, dado que se mantiene un diferencial con el resto de las entidades europeas. Es cierto que hay razones que explican en parte este diferencial, como el menor uso de modelos internos avanzados para el cálculo de requerimientos de capital. Además, el modelo de negocio de las entidades españolas, principalmente de las más internacionales, está caracterizado por una generación recurrente de resultados más elevada.

Por su parte, si la tendencia expansiva inmobiliaria reciente se consolidase en el tiempo, sería necesario reevaluar nuestro diagnóstico de riesgos. En este sentido, el Banco de España está a punto de aprobar una circular que proporciona nuevas herramientas macroprudenciales con las que afrontar la potencial acumulación futura de riesgos en este sector.

En cuanto al resto de las políticas económicas, en el caso de la política fiscal, el apoyo va a seguir siendo necesario en 2022, si bien de un modo más selectivo, centrado en las empresas y los grupos poblacionales en los que aún se dejan sentir las consecuencias de la crisis.

El carácter selectivo que debe adquirir el apoyo de la política fiscal se justifica por la doble necesidad de minimizar el impacto del significativo aumento de los desequilibrios presupuestarios que ha tenido lugar durante la crisis y de asegurarse de que las políticas económicas no entorpecen la necesaria reasignación de recursos. Por ello, es importante que las medidas sean temporales, de forma que no aumenten adicionalmente el déficit público estructural.

El repunte inflacionista es un argumento adicional para justificar que este apoyo sea selectivo y se evite un impulso fiscal generalizado que, en caso de producirse, podría traducirse en un aumento de los cuellos de botella ya existentes, en los sectores más tensionados, que se terminara filtrando a los precios.

En paralelo, como señalaba, debería iniciarse el diseño de un programa de consolidación que permita reducir gradualmente los elevados niveles de déficit y de deuda públicos, con vistas a su puesta en marcha una vez que la recuperación sea sólida.

Por otra parte, los efectos de la crisis a medio y a largo plazo dependerán también del grado de adaptación de las empresas a la nueva realidad económica. La política económica debe facilitar esta adaptación, lo que exigiría permitir el uso de los mecanismos de ajuste que proporciona la legislación, en particular la laboral, y que estos se adapten a las condiciones específicas de las empresas. Por otro lado, también deben mejorarse los procedimientos judiciales y extrajudiciales de reestructuración de deudas, cuyo funcionamiento presenta actualmente algunas deficiencias. El funcionamiento eficiente de estos procedimientos cumple una importante función económica, al facilitar la supervivencia de las empresas viables con problemas de solvencia, así como la salida ordenada del mercado de aquellas otras con problemas de viabilidad.

Desde la perspectiva del empleo, para reducir los daños potencialmente estructurales de la crisis, se deben reforzar políticas de formación y ayudas a la búsqueda de empleo que faciliten la reasignación de los trabajadores que han perdido su puesto de trabajo hacia los sectores más pujantes tras la pandemia.

En todo caso, más allá de estos retos a corto plazo, los desafíos estructurales que la economía española enfrenta son muy relevantes. Algunos ya existían antes de la crisis, como la baja productividad, el inadecuado funcionamiento de nuestro mercado de trabajo, la lucha contra el cambio climático, el envejecimiento poblacional o la elevada desigualdad. Otros han surgido o se han intensificado como resultado de la pandemia, como los derivados de la digitalización. Todos estos desafíos solo podrán afrontarse con una agenda decidida de reformas estructurales, apoyadas también por el uso de los fondos europeos.

Finalmente, permítanme mencionar el reto que supone el contexto del repunte inflacionista que estamos viviendo. Empresas y trabajadores deben interiorizar la naturaleza fundamentalmente transitoria de algunos de los principales factores que están detrás del actual repunte de los precios y buscar un reparto equitativo de la merma de rentas de la economía nacional frente al resto del mundo que implican los aumentos de costes recientes, en muchos casos concentrados en bienes y servicios que nuestra economía requiere pero no produce. En caso contrario, podría alentarse una realimentación de precios y de costes con efectos adversos para la competitividad de la economía, la actividad económica y, en último término, el bienestar de los ciudadanos.

Muchas gracias por su atención.