

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primavera

# 2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2020

# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico** 27
  - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 27
  - 1.1.2 España 32
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario** 36
  - 1.2.1 Mercados financieros 36
  - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 40
- 1.3 Los sectores no financieros** 43
  - 1.3.1 Los hogares y las empresas no financieras 43
  - 1.3.2 Las Administraciones Públicas 46
  - 1.3.3 La posición de inversión internacional y la deuda externa 49

# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 61
  - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 61
  - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 73
  - 2.1.3 Evolución de los riesgos operacionales 81
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 83
  - 2.2.1 Sector financiero no bancario 83
  - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 88

# 3

## RIESGO SISTÉMICO Y RESPUESTA PRUDENCIAL AL COVID-19

<b>3.1</b>	<b>Análisis de vulnerabilidades sistémicas</b>	103
<b>3.2</b>	<b>Actuaciones prudenciales en respuesta al Covid-19</b>	106
3.2.1	Actuaciones de política macroprudencial	106
3.2.2	Actuaciones de política microprudencial	109
3.2.3	Respuesta prudencial en materia contable	110
3.2.4	Otras actuaciones	112

### Anejos

<b>1</b>	<b>Balance consolidado</b>	119
<b>2</b>	<b>Cuenta de resultados consolidada</b>	120

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 Indicadores PMI 14
- 2 Índices de confianza 14
- 3 Índices de bolsa 15
- 4 Diferenciales de los bonos de alto rendimiento respecto a la curva *swap* 15
- 5 Ratios de endeudamiento 16
- 6 Distribución del ROA y fondos propios sobre activo total 16
- 7 Valores de deuda en cartera de las entidades de depósito 17
- 8 Volumen de capital por encima de los requerimientos mínimos 17
- 9 Deuda pública en porcentaje del PIB 20
- 10 Diferencial de la deuda pública a diez años frente a Alemania 20
- 1.1 El crecimiento mundial en 2020 se verá muy impactado por el Covid-19 28
- 1.2 La economía del euro, que presentaba a finales de 2019 un crecimiento débil, se resentirá significativamente en el corto plazo 30
- 1.3 Las economías emergentes se han visto muy afectadas por la expansión del Covid-19 31
- 1.4 La evolución de la actividad en España se ha visto gravemente alterada por la pandemia del Covid-19 33
- 1.5 La incertidumbre sobre el impacto económico del Covid-19 exige considerar múltiples escenarios, siendo no obstante severa la reducción de la actividad en 2020 en todos ellos 36
- 1.6 Tras la extensión de la crisis sanitaria, cayeron con intensidad los precios de los activos con riesgo y repuntaron sus volatilidades 38
- 1.7 Las tensiones en los mercados financieros también afectaron a los precios de los activos emitidos por los bancos y a la financiación en dólares 39
- 1.8 El mercado de la vivienda se encontraba en una fase de desaceleración antes de la crisis del coronavirus, que provocará ajustes a la baja, al menos a corto plazo 41
- 1.9 Las condiciones de financiación del crédito inmobiliario previas a la irrupción de la crisis del coronavirus eran mucho más conservadoras que en 2008 42
- 1.10 La situación patrimonial actual del sector privado no financiero es más sólida que en 2007 44
- 1.11 El endeudamiento del sector público continúa siendo muy elevado y experimentará un aumento significativo con la crisis 47
- 1.12 La posición deudora neta de inversión internacional de España se ha reducido, pero sigue siendo elevada 49
- 2.1 La crisis del coronavirus puede reforzar la tendencia decreciente del crédito en 2019, si bien los programas de apoyo mitigan el efecto contractivo 62
- 2.2 La ratio de dudosos y las refinanciaciones, que habían continuado su descenso en 2019, aumentarán a consecuencia de la pandemia Covid-19 63
- 2.3 Desde 2013, las recuperaciones y las salidas a fallidos han excedido de forma consistente el flujo de nuevos dudosos, pero la actual crisis invertirá esa evolución 64
- 2.4 Dentro de los sectores más sensibles al impacto inicial de la crisis, el sector servicios es el de mayor peso 65
- 2.5 La crisis del coronavirus aumentará la tasa de entrada en dudoso de las empresas, variando este incremento en función de la situación financiera previa y sector de cada empresa, así como del grado de deterioro macroeconómico 66
- 2.6 La mitad del volumen de préstamos bancarios en 2019 correspondía a negocios en el extranjero, con un peso predominante del Reino Unido, Estados Unidos y Latinoamérica 68
- 2.7 La reacción de los bancos centrales ante la crisis del coronavirus ha logrado estabilizar los mercados monetarios. En particular, el BCE ha elevado la liquidez proporcionada a las entidades de crédito y ha ampliado su programa de compras 70
- 2.8 Los costes de pasivo al inicio de 2020 eran muy moderados, pero la crisis del Covid-19 afecta adversamente al segmento mayorista, si bien las políticas de los bancos centrales limitan las tensiones de financiación 72
- 2.9 La rentabilidad del sector bancario descendió en 2019, y la crisis asociada al Covid-19 la presionará adicionalmente, en particular a través de la reducción de varias partidas de ingresos y del aumento de pérdidas por deterioro 74
- 2.10 Los bancos españoles son más eficientes y rentables que la media europea, si bien la evolución del volumen de actividad y deterioros será clave para la dinámica de estas variables en 2020 75

- 2.11 La solvencia de las entidades ha aumentado de forma significativa desde el final de la crisis financiera, situándose la ratio de CET1 en el 12,6% en diciembre de 2019, tras haber aumentado en 35 pb en el último año 76
- 2.12 Las ratios de solvencia de las entidades de depósito españolas son las más bajas de la Unión Europea, aunque su ratio de apalancamiento se sitúa por delante de la correspondiente a los principales países europeos 77
- 2.13 La liberación de colchones y del capital vinculado a las recomendaciones de Pilar 2 proporciona un volumen significativo de recursos con los que afrontar las pérdidas inesperadas asociadas al Covid-19 78
- 2.14 El crecimiento y el peso relativo de los intermediarios no bancarios hacen necesario considerarlos para un análisis completo de los efectos de la crisis del coronavirus 84
- 2.15 El crédito de los EFC continuó creciendo en 2019, apoyado en el segmento de consumo, lo que aumenta la vulnerabilidad de estos intermediarios financieros ante la crisis del Covid-19 85
- 2.16 El patrimonio de los fondos de inversión ha crecido con fuerza desde 2014, pero la crisis del Covid-19 está revirtiendo esa tendencia en 2020, tanto por la retirada de fondos como por la menor rentabilidad 87
- 2.17 La posición central del sector bancario en el sistema financiero español se apoya en importantes interconexiones directas con los subsectores financieros no bancarios 89
- 2.18 Los bancos y las compañías de seguros tienen un mayor peso de títulos de renta fija que los fondos de inversión y de pensiones. Desde 2014 han mejorado las calificaciones crediticias de esos títulos, pero la crisis del coronavirus modificará esta tendencia 91
- 2.19 Desde 2014, todos los subsectores, y en particular el sector bancario, han aumentado la proporción en sus carteras de instrumentos de renta fija con rentabilidad negativa y han asumido mayores plazos medios 92
- 2.20 Las exposiciones a emisores comunes de valores negociables son materiales tanto para el sector bancario como para el resto de los intermediarios financieros, lo que representa un potencial canal de contagio de las perturbaciones provocadas por el Covid-19 93
- 3.1 El mapa de vulnerabilidades sistémicas continuaba estable y sin señales de alerta significativas a finales de 2019 104
- 3.2 El indicador de riesgo sistémico para el sistema financiero español ha repuntado con fuerza por la propagación de la pandemia de Covid-19 105
- 3.3 La brecha crédito-PIB se aproximaba en 2019 al umbral de activación del CCA, antes del estallido del Covid-19 108
- 3.4 La recomendación del BCE y del Banco de España de no repartir dividendos permitirá a las entidades reforzar sus niveles de capital para afrontar el impacto de la crisis 113

## ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1 Impacto en la estabilidad financiera de la pandemia de coronavirus y políticas mitigadoras 13

## ÍNDICE DE RECUADROS

- 1.1 La respuesta de las políticas económicas ante la crisis del Covid-19 51
- 1.2 Encadenamiento de impagos en los préstamos a los hogares 54
  
- 2.1 Medición de la rentabilidad sobre el capital de las entidades de depósito españolas 94
- 2.2 Ejercicio anual de intermediación financiera no bancaria del FSB 97
  
- 3.1 Medidas macroprudenciales adoptadas en Europa ante el Covid-19 114
- 3.2 Análisis coste-beneficio de la política macroprudencial 116





CANALES DE TRANSMISIÓN Y RIESGOS  
PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA  
DE LA PANDEMIA DE COVID-19



## CANALES DE TRANSMISIÓN Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA PANDEMIA DE COVID-19

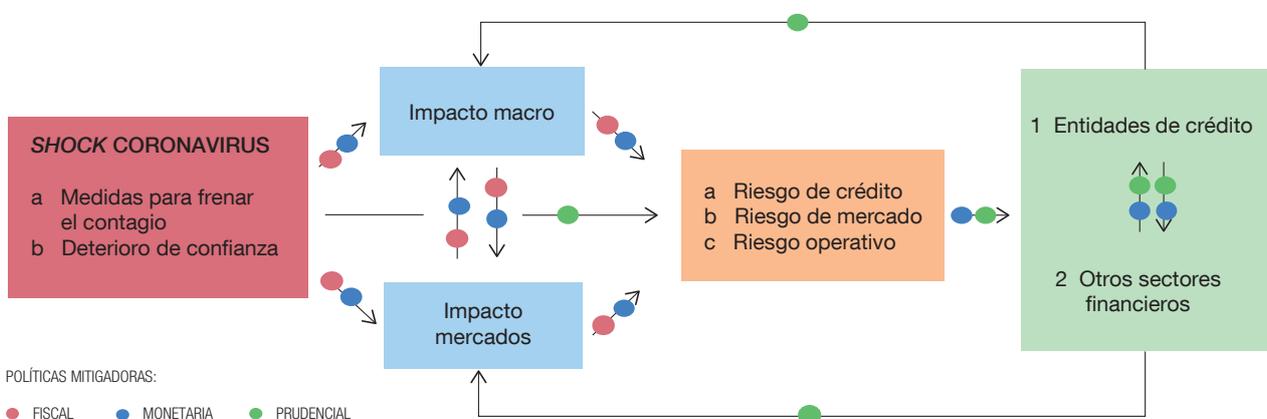
En el contexto de la crisis de la pandemia Covid-19, el Banco de España está llevando a cabo un seguimiento reforzado de la situación económica y financiera, en particular, del sector bancario nacional. Dado el profundo cambio y excepcionalidad que esta crisis ha introducido en el entorno macrofinanciero, este Informe de Estabilidad Financiera (IEF) adopta un formato especial. En concreto, se centra en analizar los canales de transmisión de esta perturbación —en particular, al sector financiero doméstico—, su impacto —potencial y observado hasta la fecha de cierre de la información—, y los factores que pueden ayudar a mitigar su efecto, entre los que destaca la reacción de las políticas económicas.

La pandemia del coronavirus y las necesarias medidas de contención aplicadas están teniendo un impacto sobre la actividad económica muy severo, de forma que se han incrementado sustancialmente los riesgos para la estabilidad financiera global. Las medidas de política económica adoptadas —a escala nacional, europea e internacional—, deberían ayudar a mitigar estos riesgos.

En el corto plazo, la pandemia y las medidas de contención adoptadas por las autoridades para su control tienen un efecto directo sobre la actividad económica y la evolución financiera a través de la reducción de la oferta y la demanda de bienes y servicios (véase esquema 1). Las medidas de contención

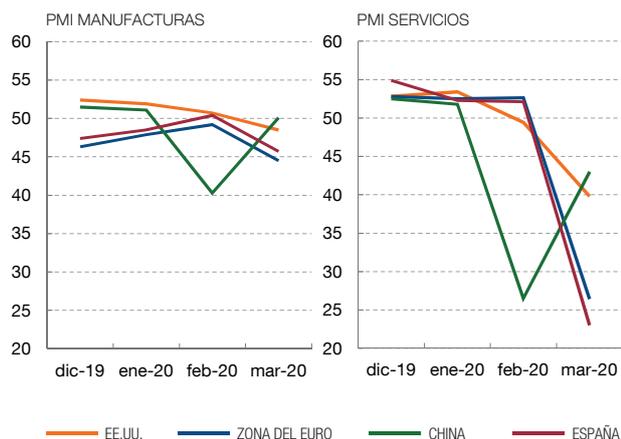
Esquema 1

### IMPACTO EN LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA PANDEMIA DE CORONAVIRUS Y POLÍTICAS MITIGADORAS



FUENTE: Banco de España.

## 1 INDICADORES PMI



## 2 ÍNDICES DE CONFIANZA

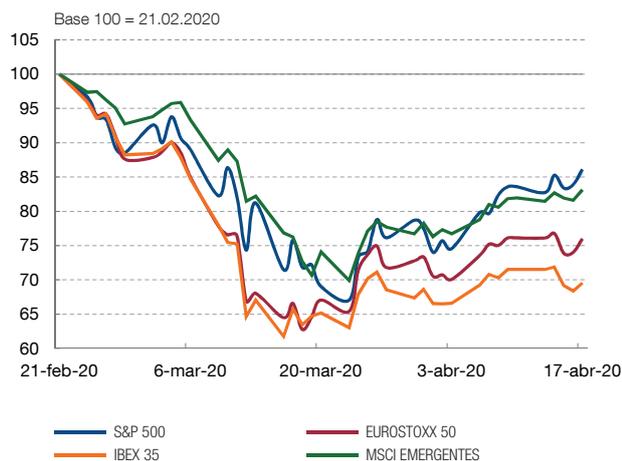


FUENTES: IHS Markit, Comisión Europea y Leibniz Centre for European Economic Research (ZEW).

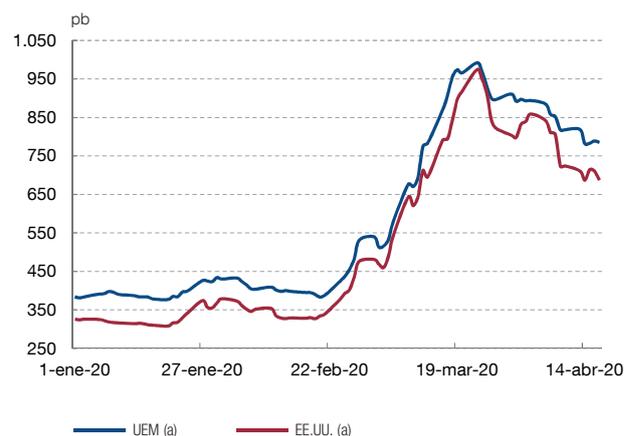
suponen una limitación drástica de los movimientos de las personas y la suspensión casi completa de la actividad de algunos procesos productivos. Inicialmente, el país más afectado por estas medidas fue China, al que se ha unido un número creciente de países, entre ellos España. Los indicadores de actividad más adelantados muestran que el impacto en la producción de China ha sido muy significativo, si bien los datos más recientes evidencian cierta recuperación (véase gráfico 1). En España y en el resto de países avanzados también se está observando, con cierto retraso, una contracción muy severa de la actividad. Este brusco ajuste se está trasladando asimismo a las economías emergentes, —incluidas las más relevantes desde el punto de vista de la exposición de las entidades financieras españolas—, muy dependientes de la demanda global y de la evolución de los precios de las materias primas, que se han desplomado.

**En paralelo, el aumento de la incertidumbre generado por la pandemia ha producido un deterioro muy acusado de la confianza de los agentes y una fuerte caída del precio de los activos** (véase gráfico 2). Como resultado de la incertidumbre, los agentes económicos se han replanteado las decisiones de gasto, en particular de consumo de bienes duraderos y de inversión. Asimismo, se ha registrado una fuerte caída de los precios de los activos, especialmente de los considerados de mayor riesgo, como las acciones, los bonos de menor calidad crediticia (véanse gráficos 3 y 4) y los emitidos por los países emergentes, economías que han registrado importantes salidas de capitales en el período reciente. Este ajuste de las cotizaciones en los mercados financieros refleja tanto el aumento de las primas de riesgo en un contexto de elevada incertidumbre, como el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Esto, a su vez, podría tener un impacto negativo adicional en la actividad, si supone un endurecimiento sostenido de las condiciones de financiación.

### 3 ÍNDICES DE BOLSA



### 4 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

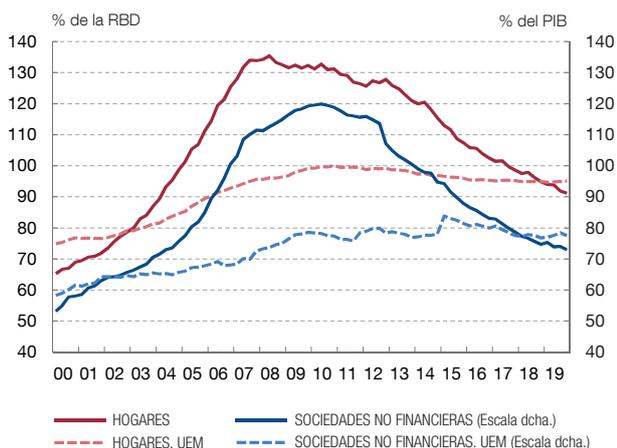
a Índice ICE Bank Of America Merrill Lynch Single-B High Yield.

**En consecuencia, la pandemia ha incrementado sustancialmente el riesgo de crédito de las exposiciones frente a las empresas no financieras.** El aumento del riesgo de crédito se produce por la caída de los ingresos de las empresas —resultado tanto de la disminución de la demanda como de la disrupción de los procesos productivos—, que reduce su capacidad de devolución de las deudas asumidas, especialmente en el caso de las que vencen en el corto plazo. Este efecto es heterogéneo por sectores económicos. En particular, algunas ramas de actividad, que en el caso español representan alrededor del 25 % del PIB, se han visto particularmente afectadas por la limitación drástica de los movimientos de las personas y la suspensión de su actividad, como la hostelería o el comercio minorista, y otras, como la industria automovilística, han cesado su producción a causa del parón de la demanda y de la interrupción de las cadenas de suministro.

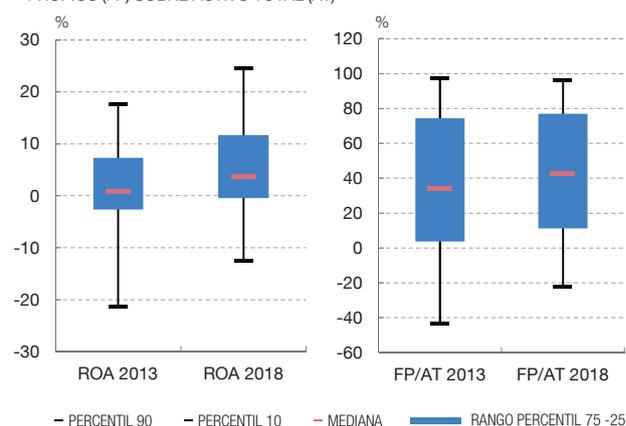
**Las empresas españolas afrontan esta perturbación con una posición financiera más favorable que antes de la crisis financiera global, pero existen segmentos vulnerables.** Las sociedades no financieras españolas han reducido sustancialmente sus niveles de endeudamiento en los últimos años (véase gráfico 5), que se sitúan ahora por debajo de la media europea, y cuentan con colchones de liquidez más elevados. Además, la distribución sectorial de la actividad es más equilibrada que en la situación previa a la anterior crisis. Sin embargo, la magnitud del *shock* es muy significativa y persisten segmentos del sector corporativo español con una posición vulnerable (véase gráfico 6).

**También se ha elevado el riesgo de crédito de las exposiciones frente a los hogares.** La reducción de la actividad ha generado una importante destrucción de empleo en el corto plazo, que, como en ocasiones precedentes, se ha concentrado

5 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



6 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO (ROA) Y FONDOS PROPIOS (FP) SOBRE ACTIVO TOTAL (AT)



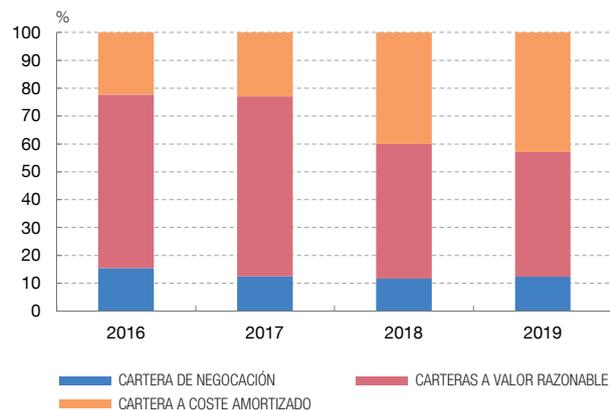
FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

en los contratos temporales. Como en el caso de las empresas, tras la crisis financiera global, la situación patrimonial de los hogares ha mejorado de manera significativa (véase gráfico 5), al tiempo que las condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios han sido mucho más prudentes. Sin embargo, además de la significativa magnitud del *shock*, en los últimos años, el crédito para consumo ha venido creciendo a tasas elevadas y, de acuerdo con la experiencia histórica, esta es una de las primeras obligaciones financieras que los hogares impagan cuando se produce un deterioro de sus rentas.

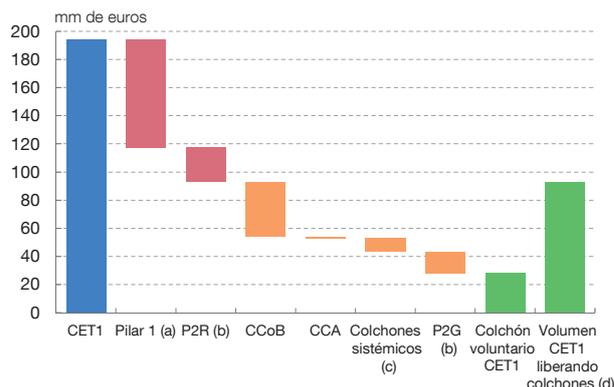
**Asimismo, la pandemia ha aumentado el riesgo de mercado.** Como se ha señalado, la incertidumbre asociada a los efectos de la pandemia se ha traducido en un fuerte repunte de la volatilidad de los precios de los activos negociados en los mercados financieros, que se ha reflejado en un notable incremento de las primas de riesgo (véanse gráficos 4 y 10). Esta evolución, junto con el deterioro previsto de los beneficios de las empresas, ha motivado una brusca caída de los precios de los activos con riesgo, que podría afectar a su valor en el balance de las entidades financieras (véase gráfico 7).

**Una de las características distintivas de esta crisis es que también ha incrementado los riesgos operacionales de las entidades.** La situación de confinamiento ha supuesto acelerar la activación de protocolos de trabajo remoto y de planes de contingencia con el fin de garantizar la adecuada prestación de servicios financieros a la clientela. La premura con la que ha sido necesario adaptarse a las restricciones de movilidad supone vulnerabilidades para los sistemas de información, procesos, plataformas e infraestructuras tecnológicas, de los cuales las entidades cada vez son más dependientes. En estas condiciones, los riesgos cibernéticos adquieren especial relevancia. Hasta ahora, las entidades han conseguido adaptarse de forma efectiva a la situación

7 VALORES DE DEUDA EN CARTERA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO  
Datos consolidados



8 VOLUMEN DE CAPITAL POR ENCIMA DE LOS REQUERIMIENTOS MÍNIMOS  
Diciembre de 2019



FUENTE: Banco de España.

- a Esta partida incluye todo el CET1 destinado a cumplir con los requerimientos de Pilar 1, tanto el 4,5% exigido directamente como el requerido a las entidades que no dispongan de suficiente AT1 y T2 para cumplir con sus respectivos requerimientos del 1,5% y 2%.
- b P2R se refiere a los requerimientos de capital de Pilar 2, mientras que P2G se refiere a las recomendaciones de capital de Pilar 2. Las guías supervisoras en respuesta al Covid-19 permiten la liberación del capital ligado a P2G, y flexibilizan la reglas de composición del P2R, con menor peso del capital CET1.
- c Esta partida incluye tanto el colchón para entidades sistémicas de importancia mundial como el colchón de otras entidades sistémicas.
- d El capital liberable de acuerdo con las guías supervisoras en respuesta al Covid-19 incluye el colchón voluntario de CET1, los colchones de conservación de capital, anticíclico y sistémicos, así como el capital ligado a recomendaciones de Pilar 2.

y los mercados financieros han seguido funcionando correctamente, pero es necesario extender los planes de contingencia ante los posibles eventos operativos extremos que supone esta crisis.

**El elevado grado de interconexiones en el sector financiero podría amplificar el impacto financiero de la perturbación.** Por un lado, la existencia de interconexiones entre los mercados financieros globales, hace que la mitigación de los efectos de la pandemia esté condicionada a cómo evolucione en determinados países que desempeñan una posición central en la arquitectura económica y financiera internacional. Por otro lado, las interconexiones entre subsectores financieros, que pueden ser directas, cuando estos intermediarios tienen exposiciones cruzadas en el balance o en la cuenta de resultados, y también indirectas, a través de tenencias comunes de valores, pueden convertirse en un elemento amplificador adicional. En este último caso, resulta de crucial importancia evitar que se produzcan episodios de ventas aceleradas de carteras, que puedan distorsionar adicionalmente el funcionamiento de los mercados financieros. En este sentido, debe monitorizarse tanto la evolución de las retiradas de fondos de las instituciones de inversión colectiva, como las decisiones que tomen las agencias de calificación crediticia, cuyas revisiones de *rating* pueden hacer que determinados títulos contribuyan a un aumento en el perfil de riesgo de las carteras de los fondos y disminuir el valor de esos títulos como colateral, y mantener un seguimiento muy cercano de la liquidez tanto de los fondos como de los mercados. Adicionalmente, habría que evitar que la disminución de la financiación de mercado que estas

circunstancias genera para ciertos agentes, suponga una carga adicional para otros intermediarios.

**Las entidades bancarias cuentan con mayores niveles de solvencia y deben jugar un papel destacado en la absorción de esta perturbación y en la respuesta a la crisis.** Como parte de la respuesta regulatoria a la crisis financiera internacional, el sector bancario ha mejorado de forma significativa la calidad de su balance y ha aumentado de forma significativa sus niveles de solvencia en la última década. En el caso español, como se puede apreciar en el gráfico 8, las entidades financieras cuentan con unos niveles de capital significativamente superiores a los requisitos mínimos regulatorios, que se pueden utilizar para absorber pérdidas inesperadas. En este sentido, la disposición de colchones de capital para acomodar un *shock* que no se ha originado en el propio sector bancario, y su cercanía a la clientela, hacen que las entidades, con el apoyo de los gobiernos, se puedan convertir en elementos claves de la respuesta a la pandemia. En concreto, los bancos deberían estar en condiciones de proporcionar financiación a los agentes que antes de la pandemia presentaban un buen historial de pago pero que ahora tienen necesidades de liquidez.

**No obstante, la magnitud del deterioro económico en el corto plazo no tiene precedentes cercanos, lo que, unido a las dudas sobre su duración, obligan a mantener una vigilancia estrecha.** El reto para las entidades es muy importante dada la magnitud del *shock* en el corto plazo —superior a ejercicios de estrés realizados en el pasado— y la incertidumbre sobre su persistencia. La experiencia con los ejercicios de estrés previos muestra que los períodos de deterioro económico significativo seguidos de recuperaciones rápidas no implican deterioros muy marcados de la solvencia agregada del sistema bancario. Sin embargo, las consecuencias de escenarios económicos adversos que se prolongan en el tiempo sí que pueden deteriorar la solvencia agregada de manera significativa. Incluso en estos escenarios, los elementos de absorción de pérdidas permiten que la erosión del capital no sea inmediata, proporcionando un margen de acción que, en su caso, debe ser utilizado para una respuesta de política económica contundente.

**El impacto sobre la situación financiera de las entidades bancarias se espera que sea heterogéneo.** En este sentido, las entidades con mayor exposición a las actividades productivas y áreas geográficas más directamente afectadas por la pandemia, así como las que partan de una peor situación inicial en términos de calidad de balance y rentabilidad, serán las que experimenten un mayor impacto negativo en sus cuentas de resultados y nivel de solvencia.

**Los retos para el sector bancario derivados de los efectos de la pandemia se añaden a los ya existentes.** En los últimos años la rentabilidad del sector bancario europeo se ha mantenido reducida y por debajo del coste del capital. Además,

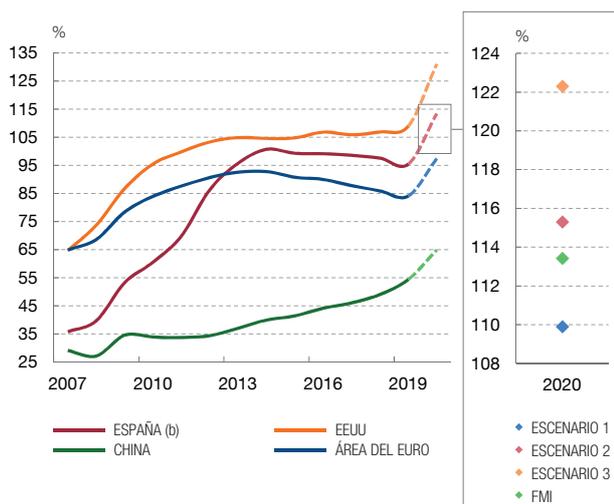
en España, a pesar de la significativa reducción desde 2014, la ratio de morosidad se encontraba todavía por encima de los niveles previos a la crisis y experimentará en las actuales circunstancias un repunte. Debe tenerse en cuenta, además, que, al menos en parte, la baja rentabilidad del sector se encuentra asociada a una situación de crecimiento nominal reducido y de tipos de interés bajos e incluso negativos, que es muy posible que se alargue todavía más tras esta crisis. De hecho, el sector bancario, no solo en España sino también a escala internacional, es uno de los que más han visto recortarse sus cotizaciones en los mercados de valores.

**Una respuesta de las autoridades económicas contundente, rápida y coordinada resulta crucial para mitigar los efectos de la crisis y evitar que sus efectos sean duraderos en el tiempo.** La respuesta debe abarcar políticas económicas nacionales, europeas y globales y cubrir las áreas fiscales, monetarias y prudenciales, con el objetivo de mitigar los canales de transmisión apuntados previamente y evitar que una perturbación, que tiene un efecto esencialmente transitorio —aunque muy severo— sobre la actividad y la estabilidad financiera, se convierta en más persistente (véase esquema 1). Esta respuesta de política económica debe acomodarse, tanto en su magnitud como en su duración, a los propios efectos económicos de la pandemia.

**La política fiscal se configura como la primera línea de defensa.** En efecto, son las autoridades fiscales las que cuentan con los instrumentos más adecuados y potentes para asegurar las rentas de los agentes y, desde la perspectiva de estabilidad financiera, reducir el potencial aumento del riesgo de crédito. En el caso de España, esto ha implicado inyectar liquidez a las empresas mediante el aplazamiento en el pago de algunas obligaciones tributarias y facilitando el ajuste temporal de las plantillas de las empresas sin que los trabajadores pierdan todos sus ingresos. En el caso de los hogares, se han reforzado las prestaciones por desempleo y asegurado los suministros básicos, habiéndose anunciado también la próxima implementación de un subsidio para las familias con ingresos muy reducidos. Asimismo, se ha aprobado una moratoria en las obligaciones hipotecarias y en otros préstamos no hipotecarios, incluyendo los créditos al consumo, a personas físicas afectadas por la crisis. En este sentido, también se ha puesto en marcha un programa de avales de gran volumen, cuya adecuada utilización debería permitir que las empresas puedan financiar sus necesidades de liquidez, moderando la desaparición de empresas y preparando al tejido productivo para una eventual reactivación cuando las medidas de contención de la pandemia puedan ser relajadas. Lógicamente, estas medidas tendrán que adecuarse a la duración efectiva del confinamiento y acompañar a la economía durante el proceso de recuperación de la normalidad. En este proceso de acompañamiento, deberán adaptarse a las diferentes velocidades a las que previsiblemente evolucionarán los distintos sectores de actividad.

**Esta reacción necesaria de la política fiscal llevará a un incremento muy significativo del endeudamiento público a escala nacional y global,**

9 DEUDA PÚBLICA EN PORCENTAJE DEL PIB (a)



10 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



FUENTES: FMI, Thomson Reuters Datastream y Banco de España.

a El dato de 2020 corresponde a la previsión actual del FMI.

b Para 2020, los marcadores se corresponden con la previsión actual del FMI para España y con los «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19» Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.

**cuya reducción deberá afrontarse una vez se disipen los efectos de la crisis.**

Las actuaciones mencionadas junto con la propia operativa de los estabilizadores fiscales automáticos, en un contexto de fuerte deterioro de la actividad van a elevar significativamente las necesidades de financiación y las ratios de endeudamiento del sector público en todos los países. Y esto ocurre en una situación en que la deuda pública a escala global ya se había incrementado significativamente tras la crisis financiera global (véase gráfico 9). No resulta sorprendente que, en este contexto, las tensiones se hayan trasladado a las primas de riesgo soberanas, aunque su efecto está siendo mitigado por la actuación de los bancos centrales (véase gráfico 10). En el caso español, la ratio de deuda pública sobre PIB se situó a finales de 2019 en el 95,5 % del PIB, más de 60 puntos porcentuales por encima del observado en 2007, y el déficit público alcanzó el 2,8 % del PIB. En este contexto, el necesario papel de la política fiscal en la actual crisis como garante de las rentas de hogares y empresas deberá acompañarse del diseño de un programa de consolidación fiscal de medio plazo que, una vez que los efectos de la crisis se disipen, reduzca los desequilibrios de las finanzas públicas, y un programa de reformas estructurales, que permitan aumentar el potencial de crecimiento de nuestra economía.

**La reacción de los bancos centrales también ha resultado crucial para mantener plenamente operativos los canales de transmisión de la política monetaria y evitar la fragmentación de los mercados financieros.** En el área del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha aprobado nuevas operaciones de refinanciación de deuda bancaria a largo plazo (LTRO y TLTRO-III,

por sus siglas en inglés), con condiciones muy favorables, una ampliación del volumen de compras de valores bajo el programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) y un nuevo programa de compra de activos (PEPP, por sus siglas en inglés), bajo el que comprará títulos, tanto públicos como privados, por valor de, al menos, 750 mm de euros durante este año. Estas medidas resultan claves para que no se endurezcan las condiciones de financiación de las economías y que no se produzcan fenómenos de fragmentación financiera en el área del euro, en un contexto de fuerte incremento de las necesidades de financiación de los tesoros públicos. Además, el Consejo de Gobierno del BCE ha reiterado su determinación para hacer todo lo que sea necesario para asegurar que la política monetaria se transmita a todos los ámbitos de la economía y todos los países del área. En concreto, está preparado para aumentar el tamaño del PEPP y ajustar su composición, en la medida requerida y durante el tiempo necesario.

**Las decisiones de política prudencial, tanto micro como macro, se han dirigido a permitir utilizar los colchones de capital, acumulados precisamente para afrontar pérdidas inesperadas, y a limitar la distribución de beneficios.** Como se señaló con anterioridad, tras las reformas regulatorias en respuesta a la crisis financiera global las entidades financieras han elevado sus niveles de capital significativamente. El capital de las entidades bancarias está concebido precisamente para absorber las pérdidas inesperadas ante perturbaciones adversas y facilitar, en esas situaciones, que se siga proporcionando financiación a los agentes. En este sentido, el BCE y las autoridades nacionales, integrados dentro del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), han permitido a las entidades el uso de los colchones de capital voluntarios, anticíclico, sistémicos, de conservación y derivados del P2G, y también operar temporalmente por debajo del nivel establecido para la ratio de liquidez, como respuesta a la crisis actual. Además, han recomendado que las entidades no distribuyan dividendos y que sean prudentes en el pago de bonus a sus empleados, de forma que ambos elementos contribuyan a reforzar su solvencia en esta situación de crisis.

**Las medidas aprobadas también han perseguido evitar la potencial prociclicidad indeseada en la aplicación de la normativa contable y prudencial.** En el ámbito contable, dada la naturaleza en principio transitoria de la perturbación, el BCE ha manifestado que será flexible en la calificación como dudosos de aquellos acreditados que se beneficien de medidas públicas de apoyo (avales, moratorias, etc.). Además, el BCE ha subrayado que tendrá en cuenta estas circunstancias en la aplicación de las expectativas de provisiones en el marco del Pilar 2 de capital, admitiendo la posibilidad de operar por debajo de la recomendación de dicho pilar. Por otro lado, ha recomendado a las entidades que eviten la prociclicidad en sus modelos de estimación de provisiones e incorporen una perspectiva de medio plazo en su cálculo. En la misma línea, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) ha pedido flexibilidad y pragmatismo en la aplicación del marco prudencial, aclarando que, en caso de producirse la moratoria, pública o privada,

de la deuda, no debe producirse una clasificación automática como crédito moroso ni reclasificación contable. También ha apoyado las recomendaciones sobre utilización de los colchones de capital y liquidez y de limitación en el reparto de dividendos.

**Las medidas aprobadas por las autoridades nacionales y por el BCE deben complementarse con una respuesta europea contundente.** La pandemia y su impacto económico están afectando a todos los países del área del euro y, por extensión, de la Unión Europea. Hacerle frente requiere una actuación decidida y ambiciosa de las autoridades e instituciones comunitarias a través de los instrumentos existentes, tanto financieros como presupuestarios, así como de posibles nuevas herramientas. En este sentido, el Eurogrupo del 9 de abril acordó la puesta en marcha de una batería de medidas de apoyo entre las que destacan una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para proporcionar financiación a los Estados miembros, un programa del Banco Europeo de Inversiones (BEI) para facilitar la financiación de pymes y un fondo para sufragar parte de los costes asociados a los expedientes de regulación temporal de empleo. Además, el Consejo Europeo del 23 de abril respaldó la creación de un Fondo de Recuperación propuesto por la Comisión Europea, con cargo al presupuesto plurianual europeo 2021-2027. Entre otros posibles nuevos instrumentos que pudieran ser requeridos, debe darse en todo caso prioridad a aquellos que refuercen la capacidad del conjunto de la UE para favorecer unas condiciones de financiación adecuadas con las que sufragar los cuantiosos costes de la crisis, así como de la reparación de la capacidad de crecimiento de todos los Estados miembros dañada por la pandemia. La crisis actual hace más urgente que nunca avanzar en completar el área monetaria óptima que pretende ser el área del euro.





# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO



## 1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

La expansión de la crisis sanitaria del Covid-19 durante los primeros meses de 2020 y las necesarias medidas de contención implementadas han alterado de forma abrupta la evolución económica mundial. España es uno de los países en los que la pandemia ha tenido una incidencia mayor y más temprana. Al igual que en otros países, el impacto sobre la actividad económica de este *shock*, en principio, de naturaleza transitoria, está siendo muy severo, y las autoridades están adoptando medidas para mitigar su impacto tanto en los hogares como en las empresas. En este capítulo se revisan los efectos que esta pandemia está teniendo tanto en los países sistémicos y de importancia material, como en España, se resume cuál ha sido hasta ahora la reacción de los mercados financieros nacionales e internacionales, se analiza la situación en la que se encuentran los distintos sectores no financieros de la economía española para afrontar esta perturbación y se repasan las principales medidas adoptadas por las autoridades económicas.

### 1.1 Entorno macroeconómico

#### 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

**La situación económica internacional en el último trimestre se ha visto fuertemente impactada por la expansión del Covid-19 y las necesarias medidas adoptadas para frenar la pandemia.** El nivel de incertidumbre acerca de la magnitud del impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional de la pandemia es muy elevado, si bien se espera que sea, en cualquier caso, muy pronunciado<sup>1</sup>. En consecuencia, las previsiones de crecimiento para este año de los analistas y organismos internacionales han comenzado a revisarse sustancialmente a la baja, con una dispersión inusualmente alta. El Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que todas las áreas globales entrarían, en el corto plazo, en recesión (véase gráfico 1.1). También anticipa que el impacto del Covid-19 será transitorio, de modo que sus previsiones, al igual que las de la mayoría de los analistas, incorporan una recuperación de la actividad a partir de la segunda mitad de este año, que se prolongará, con tasas de crecimiento relativamente elevadas a lo largo de 2021. Sin embargo, la incertidumbre que rodea la evolución de la pandemia se extiende también a las expectativas acerca de la duración e intensidad de sus efectos,

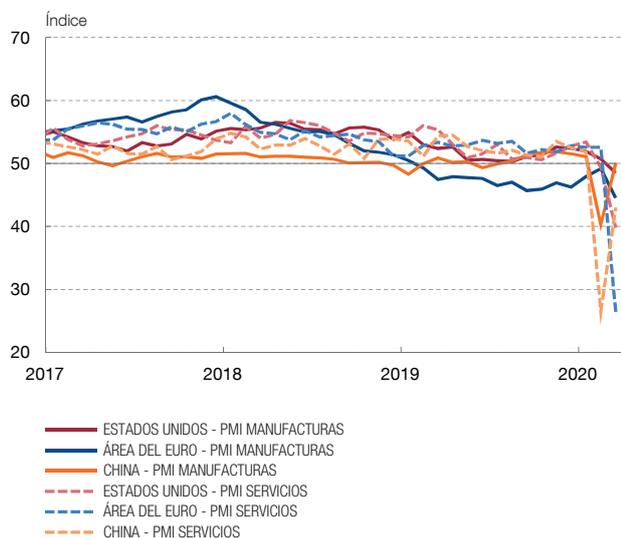
---

<sup>1</sup> Véase Banco de España (2020). «Impacto de la pandemia de coronavirus», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, de próxima publicación.

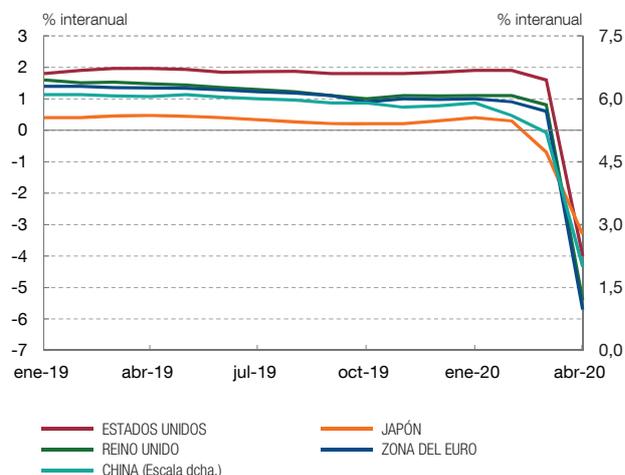
**EL CRECIMIENTO MUNDIAL EN 2020 SE VERÁ MUY IMPACTADO POR EL COVID-19**

La evolución económica mundial se ha visto condicionada de forma drástica por la propagación mundial de la pandemia del Covid-19. El nivel de incertidumbre acerca de la magnitud del impacto negativo sobre la actividad y el comercio internacional es muy elevado, si bien se espera que sea muy pronunciado. En consecuencia, las previsiones de crecimiento para este año por parte de los analistas han comenzado a revisarse sustancialmente a la baja, aunque la mayoría anticipa que el impacto será transitorio.

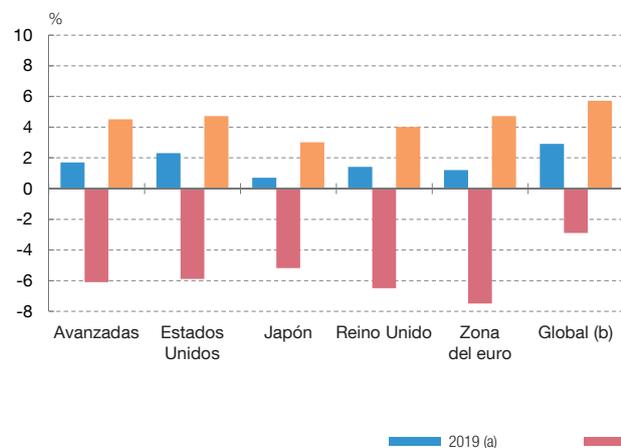
1 PMI DE MANUFACTURAS Y DE SERVICIOS



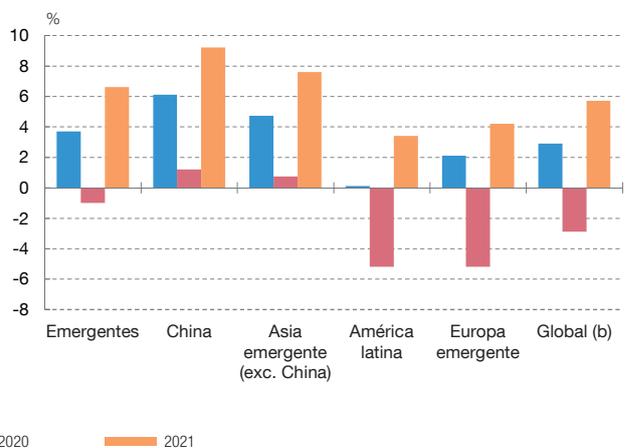
2 EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2020



3 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL FMI (WEO) ABRIL 2020: ECONOMÍAS AVANZADAS



4 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL FMI (WEO) ABRIL 2020: ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (WEO abril de 2020), IHS Markit, Consensus Forecast.

a Dato provisional.  
b Para propósitos de comparación, expectativas de crecimiento de la economía mundial.

no siendo descartables escenarios aún más adversos. En este contexto, la reacción decidida de las políticas fiscales, monetarias y prudenciales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, está amortiguando el impacto negativo de la perturbación del coronavirus, y debería intensificarse en caso necesario (véase recuadro 1.1).

**Los indicadores de actividad que están empezando a conocerse reflejan, con carácter general, un impacto de la expansión de la crisis sanitaria muy significativo en el corto plazo.** En las principales economías avanzadas, los índices PMI de actividad cayeron drásticamente en marzo, especialmente los del sector servicios, con la mayor parte de sus componentes mostrando retrocesos de elevada magnitud y alcanzando mínimos históricos, sumándose así a los significativos descensos ya observados para China en enero y febrero. En esta economía asiática, que fue la primera afectada, los indicadores disponibles de actividad para el primer trimestre del año muestran una caída del PIB del 9,8 % intertrimestral (-6,8 % interanual, frente al 6 % del trimestre anterior), con descensos de la producción industrial, ventas minoristas e inversión de entre el 15 % y el 25 % en enero y febrero, si bien, en marzo, algunos de estos indicadores ya han comenzado a recuperarse. Así, la evidencia de la que se va disponiendo sobre la evolución de la actividad económica global, en su mayoría de carácter parcial, augura un empeoramiento muy pronunciado de la situación económica, que es generalizado por zonas geográficas, y particularmente intenso en aquellos países que, por sufrir los brotes más intensos de la enfermedad, se han visto forzados a introducir medidas más drásticas de contención.

**Los riesgos a la baja a los que se enfrenta la economía mundial se han incrementado significativamente respecto a IEF previos.** Entre estos últimos destaca, como se ha mencionado, una prolongación en el tiempo de la pandemia del coronavirus, así como una intensificación de su expansión geográfica. Por otro lado, los episodios de tensión geopolítica o social presentes en algunas regiones en el período previo a la crisis sanitaria<sup>2</sup>, o los nuevos riesgos que surjan, podrían exacerbarse o activarse debido al impacto de esta, lo que podría tener efectos económicos acusados. En sentido contrario, la recuperación en marcha en China podría amortiguar parcialmente el impacto de la crisis sobre la economía mundial, dados el peso de esta economía y sus crecientes interrelaciones con el resto del mundo<sup>3</sup>. Asimismo, una reacción más vigorosa de las políticas económicas a nivel global también podría tener efectos mitigadores.

**A corto plazo, las perspectivas económicas de la zona del euro se han deteriorado de forma muy brusca e intensa a raíz de la propagación de la pandemia del Covid-19 en Europa** (véase gráfico 1.2). Las medidas de confinamiento de la población, necesarias para detener la transmisión de la enfermedad, están afectando negativamente a la economía, por canales tanto de oferta, dada la disrupción de las cadenas productivas (globales y locales), como de demanda, al dar lugar a una profunda retracción del gasto de familias

---

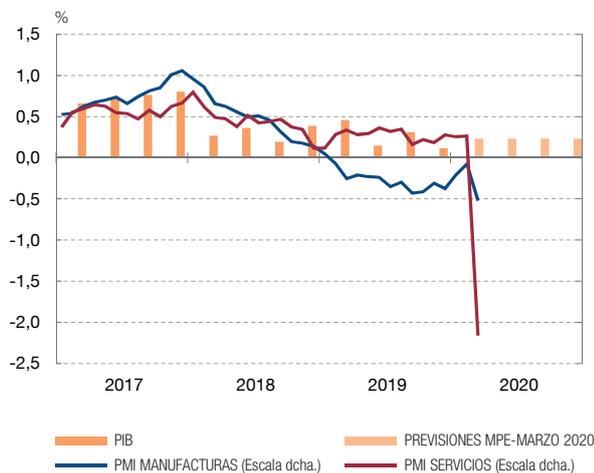
2 Véase Banco de España (2020). «Tensiones sociales en América Latina», recuadro del «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.

3 Véase X. Bing, M. Roth y D. Santabárbara (2019), «Impacto global de una desaceleración en China», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

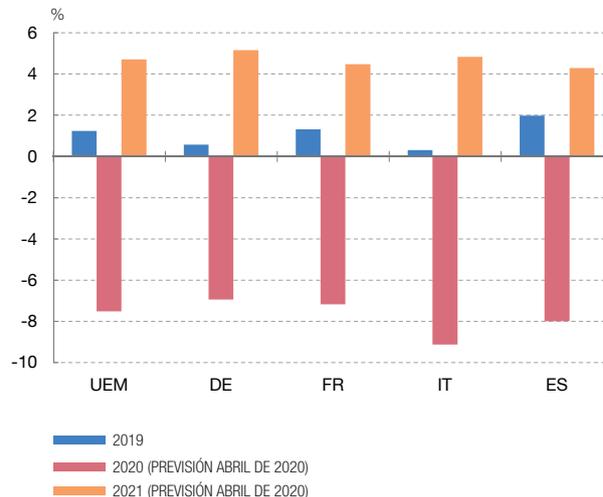
## LA ECONOMÍA DEL EURO, QUE PRESENTABA A FINALES DE 2019 UN CRECIMIENTO DÉBIL, SE RESENTIRÁ SIGNIFICATIVAMENTE EN EL CORTO PLAZO

A corto plazo, las perspectivas económicas de la zona del euro se han deteriorado de forma muy brusca e intensa a raíz de la propagación de la pandemia del Covid-19 en Europa, con revisiones significativas esperadas sobre las previsiones MPE-Marzo 2020. De acuerdo con las previsiones del FMI de abril, el PIB de la zona del euro podría contraerse un 7,5 % en 2020. En 2021, el PIB crecería un 4,7 %, bajo un supuesto de que la pandemia se desvanece en la segunda mitad de 2020 e incorporando el efecto de las políticas económicas aprobadas.

1 ZONA DEL EURO: PIB E INDICADORES PMI  
Crecimiento intertrimestral. Índice de difusión



2 CRECIMIENTO Y PREVISIONES DEL PIB PARA LA ZONA DEL EURO (FMI WEO).  
ABRIL DE 2020



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo, FMI y Markit.

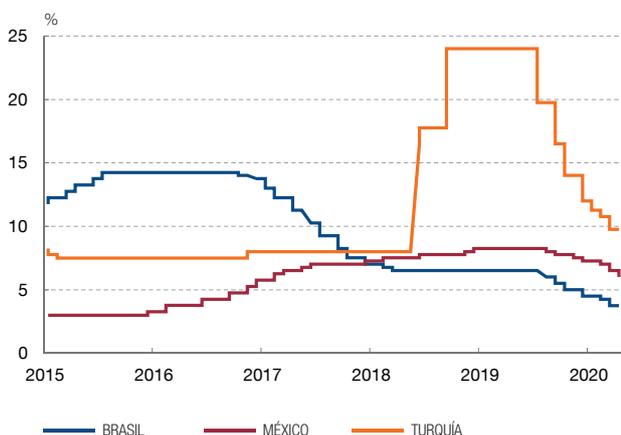
y empresas, en un contexto de aumento de la incertidumbre hasta niveles inéditos. Con todo, aunque actualmente es evidente que la economía del área del euro se enfrenta a una perturbación muy profunda, subsiste un grado de incertidumbre muy elevado acerca de la magnitud del impacto económico de la pandemia, así como a su grado de persistencia. En esta coyuntura excepcionalmente incierta, las perspectivas de crecimiento de la zona del euro, tanto de analistas privados como de organismos oficiales, están viéndose revisadas notablemente a la baja, sobre todo para el año 2020, si bien, al igual que ocurre a escala global, se espera un repunte del crecimiento en 2021. De acuerdo con las previsiones del FMI de mediados de abril, el PIB de la zona del euro podría contraerse un 7,5 % en 2020, lo que supone una revisión de casi 9 puntos porcentuales con respecto a las previsiones previas al Covid-19. En 2021, el PIB crecería un 4,7 %, bajo el supuesto de que la pandemia se desvanece en la segunda mitad de 2020 e incorporando el efecto de las políticas económicas aprobadas.

**Los mercados emergentes, también se han visto afectados significativamente por la expansión global de la pandemia de coronavirus.** En general, las economías emergentes han aumentado su grado de vulnerabilidad financiera, con una depreciación de sus monedas, un incremento de sus niveles de riesgo soberano y un desplome de los flujos de capitales de cartera, de acuerdo con los datos parciales

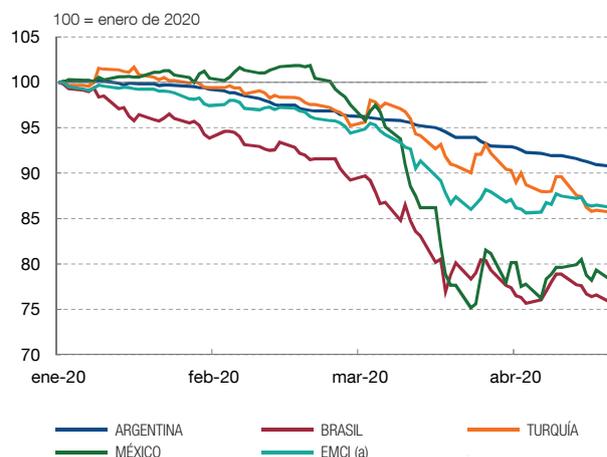
**LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE HAN VISTO MUY AFECTADAS POR LA EXPANSIÓN DEL COVID-19**

Los mercados financieros en las economías emergentes acusaron también de forma muy pronunciada los efectos de la expansión de la pandemia. El episodio ha generado una huida hacia activos refugio, que se ha traducido en caídas bursátiles, elevaciones de las primas de riesgo y depreciaciones de las monedas, mayor en el caso del peso mexicano por el derrumbe del precio del petróleo y los efectos que esto genera en PEMEX. A pesar de ello, los bancos centrales de las economías emergentes redujeron de forma generalizada los tipos de interés oficiales y adoptaron otras medidas de relajación monetaria para paliar las abruptas caídas de la actividad económica.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Reuters.

a Índice agregado de tipo de cambio de economías emergentes frente al dólar. Una caída indica una depreciación.

de alta frecuencia, mucho más intenso que en episodios de tensiones financieras precedentes, incluida la crisis financiera global (véase gráfico 1.3).

**En los mercados emergentes con presencia bancaria española significativa persisten riesgos considerables, asociados principalmente a la difusión de la pandemia, aunque también a factores internos.** En México, las previsiones de crecimiento se han revisado a la baja de manera importante, y podrían registrarse caídas muy pronunciadas del producto interior bruto, por las medidas de contención, el endurecimiento de las condiciones de financiación, la caída del precio del petróleo y el ajuste de la actividad en Estados Unidos. En el ámbito interno, persiste la preocupación por la situación de la empresa estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX), sobrecargada con una elevada deuda. Esto explica, en parte, la mayor depreciación del peso mexicano que la registrada por otras monedas emergentes, tras el desplome del precio del petróleo. En cuanto a Brasil, se encuentra sujeto a efectos derivados de la pandemia análogos a los de México, si bien su economía es más cerrada que la mexicana. En el ámbito interno, la reforma del sistema de pensiones y la intención del Gobierno de adoptar otras reformas estructurales (sistema impositivo y privatización de empresas públicas) en el período anterior a la crisis sanitaria proporcionó un cierto margen a la actuación de la política monetaria, de manera que el tipo de interés oficial se situó en mínimos históricos en el último

tramo del pasado año. Esto no ha impedido que se haya reducido adicionalmente en respuesta a la crisis. No obstante, el real brasileño se ha comportado relativamente peor que otras monedas emergentes, por el menor atractivo que se deriva de los tipos de interés más bajos y por el empeoramiento del saldo por cuenta corriente. En Turquía, también afectada por la pandemia global, el banco central ha intensificado la senda de relajación de la política monetaria, en un contexto en el que, no obstante, se mantiene un elevado grado de vulnerabilidad exterior.

### 1.1.2 España

**La evolución de la actividad económica en España también se ha visto bruscamente afectada por la necesaria adopción de medidas de contención de la expansión del virus.** En el cuarto trimestre de 2019, el crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,4%. Los indicadores de coyuntura más representativos del comportamiento de la actividad sugieren que el PIB mostró en los dos primeros meses del año una trayectoria similar a la observada a finales de 2019<sup>4</sup>. Sin embargo, la expansión de la crisis sanitaria del Covid-19 a España y a otros países europeos desde entonces ha alterado de forma abrupta la dinámica de la actividad económica. En particular, el rápido aumento durante el mes de marzo en el número de contagios hizo necesaria la aprobación del estado de alarma<sup>5</sup>, que ha introducido restricciones drásticas a los movimientos de las personas y ha limitado casi por completo la actividad en algunas ramas.

**El descenso de la actividad habría afectado más que proporcionalmente a algunas ramas específicas.** Entre ellas se encuentran algunas pertenecientes al sector servicios que se han visto más directamente dañadas por las restricciones a la movilidad, como el turismo, el transporte aéreo, la hostelería, importantes segmentos del comercio minorista y el entretenimiento. Además, algunas ramas manufactureras también se han visto abocadas a paralizar su actividad a causa de la disminución de la demanda y de la interrupción de las cadenas de suministro, como la del automóvil, donde estas cadenas de valor tienen una mayor relevancia en la producción de bienes finales.

**Algunos indicadores, entre los que destaca la estadística de afiliación a la Seguridad Social, ya recogen el impacto, extraordinariamente severo, de la crisis del Covid-19.** Los datos de afiliación a la Seguridad Social de marzo revelan el mayor descenso de la ocupación en un mes de la serie histórica. El retroceso, que

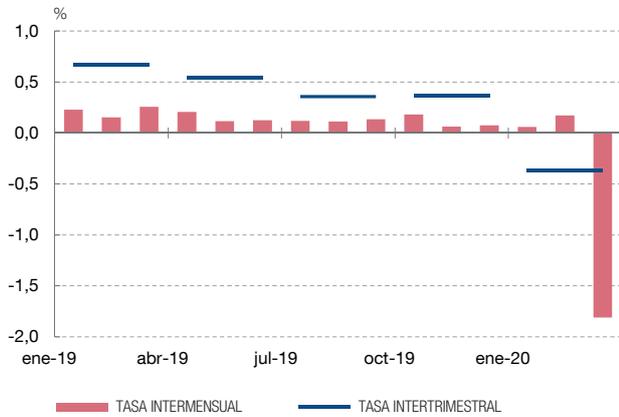
4 Para más detalles, véase el recuadro 1, «La evolución de la economía española antes de la propagación de la epidemia de coronavirus», del «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2020, Banco de España.

5 El estado de alarma se decretó el 14 de marzo y, desde entonces, se ha prorrogado en tres ocasiones. Dentro de ese período, se suspendieron entre el 31 de marzo y el 9 de abril las actividades económicas no esenciales, como las de construcción o las industriales no orientadas al suministro de alimentos o bienes de primera necesidad o que no se habían adaptado a la fabricación de material sanitario.

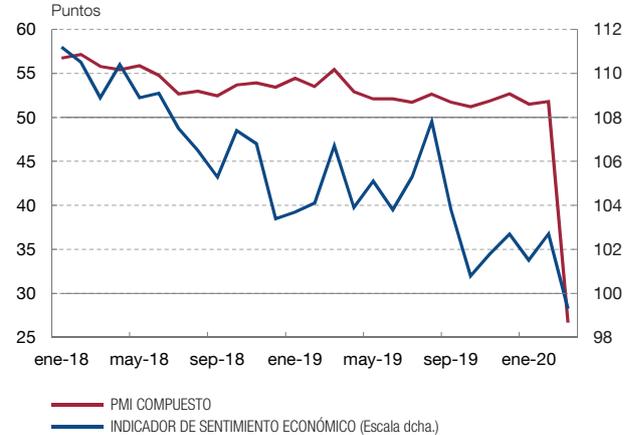
**LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN ESPAÑA SE HA VISTO GRAVEMENTE ALTERADA POR LA PANDEMIA DEL COVID-19 (a)**

La evolución de la actividad económica en España se ha visto bruscamente afectada por la propagación de la crisis sanitaria del coronavirus, y algunos indicadores, entre los que destacan los datos de afiliación a la Seguridad Social, y las encuestas de opinión de consumidores y empresarios ya recogen el impacto extraordinariamente severo de esta crisis.

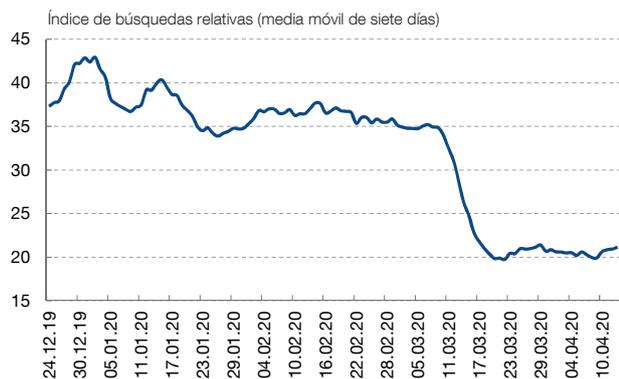
1 AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL (SIN CUIDADORES NO PROFESIONALES) (b)



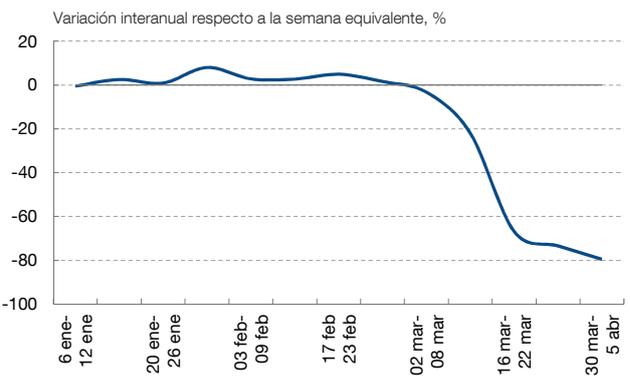
2 INDICADORES DE OPINIÓN



3 INDICADOR SINTÉTICO DE CONSUMO (c)



4 TRÁFICO POR AUTOPISTAS



**FUENTES:** Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, Comisión Europea, Markit Economics, Google Trends y Grupo Atlantia.

**a** Últimas observaciones: marzo de 2020 (afiliados a la Seguridad Social e indicadores de opinión), 13 de abril (indicador sintético de consumo basado en búsquedas diarias en Google) y 5 de abril (volumen semanal del tráfico por autopistas).

**b** El Real Decreto-ley 6/2019, de 1 de marzo, restableció el derecho de los cuidadores no profesionales de las personas en situación de dependencia a suscribir un convenio especial con la Seguridad Social mediante el cual la Administración General del Estado se hace cargo de las cotizaciones a la Seguridad Social. Esta modificación legal ha aumentado el número de cuidadores no profesionales desde los 7.300 observados en marzo de 2019 a los 57.600 de febrero de 2020.

**c** Indicador elaborado a partir de las búsquedas en Google.

se concentró en la segunda quincena, ha sido de un 4,3 % (833.979 afiliados) en comparación con el nivel de cierre de febrero (véase gráfico 1.4). Por sectores, la caída del empleo más pronunciada en términos porcentuales se ha observado en la hostelería (-11,9 %) y la construcción (-11,3 %). La aplicación de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) ha limitado las caídas de afiliados en todos los sectores. Por tipo de contrato, el descenso de la ocupación en la segunda mitad del mes se ha centrado en los trabajadores temporales (-17,3 %), mientras que el empleo indefinido se ha resentido en mucha menor medida (-1,9 %), en parte como

consecuencia de la aplicación de ERTE, que afectan predominantemente al segundo de estos dos conjuntos de trabajadores. En este sentido, la Encuesta de Población Activa del primer trimestre registró un repunte de la tasa de paro hasta el 14,4 %.

**Los indicadores de naturaleza cualitativa referidos a la actividad y los indicadores cuantitativos de alta frecuencia también han mostrado un descenso muy pronunciado en marzo.** El PMI del sector manufacturero, que presentaba hasta febrero una tendencia de mejora, descendió bruscamente en marzo por debajo de 50 puntos. La caída del PMI del sector servicios fue mucho más marcada y se contrajo desde 52,5 puntos en febrero a menos de 25 en marzo de este año. El indicador de sentimiento económico registró en marzo una disminución de 3,4 puntos, que, no obstante, recogería solo parcialmente las consecuencias de las medidas de contención de la pandemia, dado que las encuestas se habían realizado en su mayoría con anterioridad. Aparte de los indicadores de empleo y de las matriculaciones de automóviles, que mostraron una caída muy pronunciada, no se encuentran disponibles los restantes indicadores de naturaleza cuantitativa referidos al mes de marzo que se usan habitualmente en el análisis de la actividad económica. Otros indicadores cuantitativos de más alta frecuencia, menos habituales en el seguimiento de la coyuntura económica, apuntan también a una contracción muy pronunciada de la actividad. Así, por ejemplo, las cifras de entradas de viajeros internacionales por vía aérea y de vuelos con origen o destino en un aeropuerto español se habrían reducido hasta un nivel casi nulo desde mediados de marzo. En la misma línea, de acuerdo con un indicador de búsquedas en Internet relacionadas con el gasto en bienes y servicios de consumo, esta partida habría experimentado un fuerte descenso desde los días previos a la declaración del estado de alarma. El intenso retroceso de la actividad también se aprecia en el descenso del tráfico en autopistas españolas.

**Estos desarrollos se traducirán en descensos significativos del PIB en la primera mitad del año<sup>6</sup>.** A pesar de que, como se ha indicado, la información referida al mes de marzo es incompleta, la estimación preliminar del INE apunta a un retroceso intertrimestral del PIB del 5,2 % en el primer trimestre, aunque la perturbación le afectara principalmente solo en su última quincena. Esa caída supera en 2,6 pp el mayor descenso intertrimestral que la economía española ha registrado en su historia reciente, concretamente en el primer trimestre de 2009. En el segundo trimestre de 2020, se espera que la caída del producto sea sensiblemente más elevada, dado que el número de semanas de confinamiento será mayor en comparación con el período enero-marzo.

**Las perspectivas en cuanto a la evolución de la actividad económica más allá del período de confinamiento se encuentran rodeadas de una elevada**

---

6 Para más detalles, véase Banco de España, (2020) «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19» Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 02/2020, Banco de España.

**incertidumbre.** En primer lugar, existe una considerable falta de certeza acerca de la duración y la intensidad de la crisis sanitaria actual desde un punto de vista epidemiológico. En segundo lugar, es difícil valorar hasta qué punto se podrá conseguir una normalización relativamente rápida de los procesos productivos una vez se supere la alerta sanitaria. El plazo para alcanzar esta normalización será tanto más acotado cuanto mayor sea la efectividad de las medidas de política económica que, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, se han aprobado recientemente para evitar que esta perturbación se traduzca en cierres de empresas y pérdidas permanentes de puestos de trabajo<sup>7</sup>.

**Estas incertidumbres dificultan la tarea de la elaboración de unas proyecciones macroeconómicas de medio plazo mediante las metodologías habituales.**

Por este motivo, el 20 de abril, el Banco de España dio a conocer un conjunto de escenarios ilustrativos de referencia, utilizando herramientas analíticas de distinta naturaleza<sup>8</sup>. En la construcción de los escenarios se ha hecho uso de dos enfoques alternativos, desde la óptica de la oferta y la demanda. La perspectiva de oferta parte de la calibración de la magnitud de la caída de la producción en los distintos sectores de la economía como consecuencia de las medidas de contención. El enfoque de demanda se basa en simulaciones de distintos escenarios con un modelo macroeconómico a partir de una caracterización de las distintas perturbaciones asociadas a la pandemia (véase gráfico 1.5). Como es obvio, dada la rápida evolución de los acontecimientos, todos estos escenarios están sujetos a revisiones, potencialmente frecuentes y de una magnitud elevada.

**Los escenarios actualmente disponibles apuntan a una caída del PIB en 2020 entre el 6,6 % y el 13,6 %.**

La economía española estará más cerca de uno u otro extremo dependiendo de la duración de la situación de confinamiento, de la persistencia de las perturbaciones y del grado en que los problemas de liquidez de los agentes privados acaben dando paso a dificultades patrimoniales. En cualquier caso, la magnitud de la caída superará previsiblemente con amplio margen la que la economía española registró en 2009.

**Las simulaciones realizadas sugieren que en 2021 se produciría un repunte de cierta intensidad.**

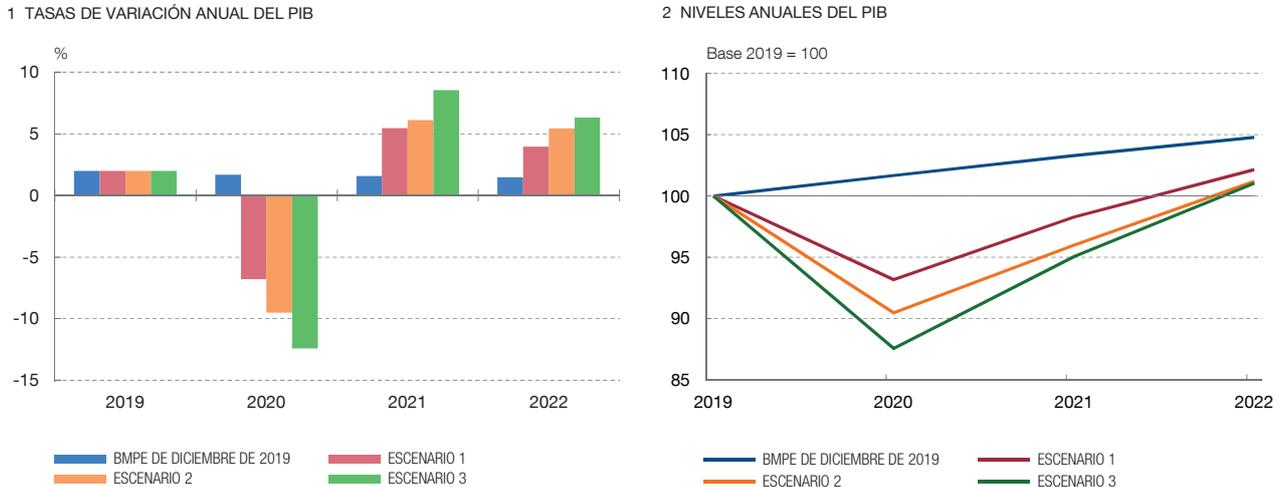
No obstante, existen factores que podrían restar pujanza a esa recuperación. En primer lugar, no puede descartarse que, desde un punto de vista sanitario, la pandemia se prolongue, con distinta intensidad, más allá de lo supuesto en las simulaciones. En segundo lugar, a pesar de las medidas de política económica implementadas para mitigar sus efectos adversos, podrían producirse daños persistentes de la crisis sanitaria sobre la estructura productiva de la economía

7 Véase el recuadro 1.1 de este capítulo. Para más detalles sobre algunas de estas medidas, véase la sección 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.

8 Véase Banco de España, (2020) «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19» Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 02/2020, Banco de España

## LA INCERTIDUMBRE SOBRE EL IMPACTO ECONÓMICO DEL COVID-19 EXIGE CONSIDERAR MÚLTIPLES ESCENARIOS, SIENDO NO OBSTANTE SEVERA LA REDUCCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN 2020 EN TODOS ELLOS (a)

Como en el caso de otros países, la economía española se enfrenta a una perturbación sin precedentes en su historia reciente, de intensidad y persistencia muy inciertas, si bien se prevé que sus efectos sean, en cualquier caso, muy pronunciados. El impacto concreto sobre el PIB dependerá del grado de éxito tanto de las medidas de confinamiento en contener la pandemia como de las acciones de las políticas económicas en evitar perjuicios duraderos al tejido económico y a la situación financiera de los agentes.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Se simulan tres escenarios acerca de la evolución del PIB hasta 2022 en función de la magnitud del impacto sobre la actividad y el empleo del Covid-19. El escenario 1 asume una resolución rápida de la crisis sanitaria, que conlleva un confinamiento de la población de ocho semanas, y que las medidas aprobadas por las autoridades consiguen mitigar la destrucción de empresas y empleos. El escenario 3 contempla una extensión algo mayor de la crisis sanitaria, con un confinamiento de doce semanas, e implicaciones más persistentes sobre la pérdida de actividad y empleos. En concreto, bajo este escenario se produciría el cese en su actividad de un determinado porcentaje de empresas por problemas de liquidez. El escenario 2 es un escenario intermedio entre los dos anteriores, que combina la duración corta del confinamiento del escenario 1 con los problemas de solvencia empresarial del escenario 3 con una menor proporción de empresas afectadas. Para más detalles, véase el artículo «Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19», Artículo Analítico, *Boletín Económico* 2/2020, Banco de España.

(por ejemplo, debido a cierres permanentes de empresas) o una reducción persistente de la demanda agregada (si las expectativas de renta permanente de los hogares se vieran deterioradas significativamente), más allá de lo que se considera incluso en los escenarios ilustrativos de referencia más desfavorables.

**Por eso, las autoridades deben estar preparadas para adoptar medidas adicionales si ello se considera necesario.** Estas incluirían aquellas que contribuyan a reforzar la capacidad de respuesta de las autoridades europeas ante la crisis y las necesidades financieras que podrían surgir a raíz de la misma.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

### 1.2.1 Mercados financieros

**La expansión de la crisis sanitaria del Covid-19 ha marcado la evolución de los mercados financieros desde finales de febrero, con caídas históricas**

**en los índices bursátiles.** La evolución positiva de los mercados con la que se inició el año, que había llevado a que los principales índices bursátiles registraran máximos históricos en Estados Unidos (S&P-500, Dow Jones y Nasdaq) y Europa (STOXX EUROPE 600), revirtió bruscamente tras la aparición de brotes del Covid-19 fuera de China. La preocupación de los inversores sobre los efectos macroeconómicos de la crisis sanitaria, junto con el contexto de elevada incertidumbre, propició una huida de los inversores de los activos con riesgo.

**Aunque las medidas de las autoridades económicas para contener los efectos adversos de la crisis sanitaria han logrado una cierta estabilización de los mercados desde finales de marzo, las caídas acumuladas de los precios de los activos con riesgo son muy significativas.** Entre el 21 de febrero y la fecha de cierre de este IEF, los índices de las principales bolsas mundiales acumulaban unas pérdidas superiores al 13 %, con el IBEX-35 retrocediendo un 30 %, el EUROSTOXX 50 un 24 % y el S&P-500 un 14 % (véase gráfico 1.6). Por su parte, las primas de riesgo de crédito corporativas han aumentado de modo abrupto, especialmente en el segmento de alto rendimiento, con un incremento en el mismo período de 348 puntos básicos (pb) en el caso de Estados Unidos y de 397 pb en la zona del euro. La elevada incertidumbre también se reflejó en un repunte muy significativo de las volatilidades de los precios en los mercados de renta variable y renta fija, alcanzándose en algunos casos máximos históricos.

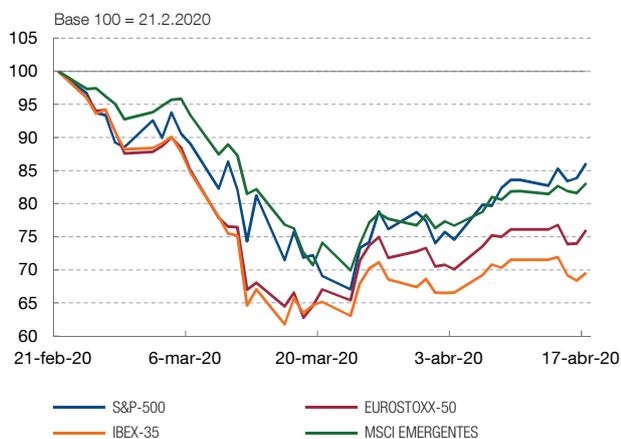
**En los mercados financieros de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las primas de riesgo soberanas se han ampliado, aunque de forma moderada por la acción del BCE.** Este movimiento es reflejo de las perspectivas acerca del impacto negativo de la crisis sanitaria sobre los déficits públicos (a través tanto de los estabilizadores automáticos como de las medidas discrecionales), así como del clima general de incertidumbre y de la mayor aversión al riesgo de los inversores. La presión sobre estos diferenciales se relajó tras la aprobación, el 18 de marzo, de nuevas medidas de corte expansivo por parte del BCE, que incluían la compra de activos por valor de 750 mm de euros hasta final de año, y, también, tras la confirmación, el 26 de marzo, de que no se aplicarían los límites en las compras de activos que se habían establecido en programas anteriores. Entre el 21 de febrero y la fecha de cierre de este IEF, el incremento acumulado de los diferenciales de rentabilidad a diez años frente a la referencia alemana era de 64 pb en España, de 93 pb en Italia y de 28 pb en Francia.

**El precio de los activos emitidos por los bancos y por las empresas de los sectores asegurador y del petróleo y gas ha caído en mayor medida que el promedio del mercado.** Así, las cotizaciones de las acciones de los bancos del área del euro se encuentran entre las más afectadas por la corrección de los precios en las bolsas, en línea con lo que se ha observado en otros mercados internacionales, como el de Estados Unidos (véase gráfico 1.7). También se ha observado un repunte en el coste de la deuda emitida por los bancos, que ha sido especialmente acusado en el caso de la deuda subordinada. Las cotizaciones bursátiles de las empresas

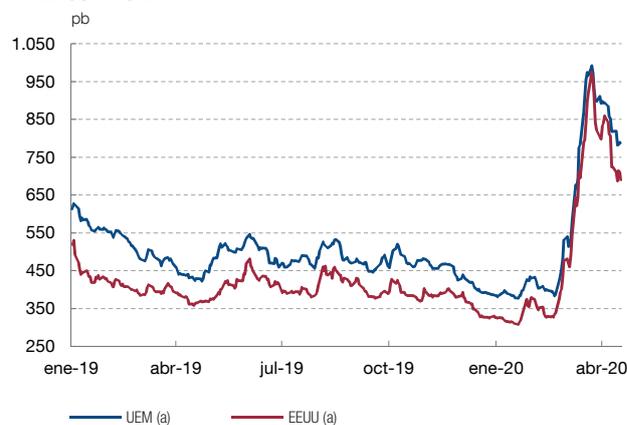
**TRAS LA EXTENSIÓN DE LA CRISIS SANITARIA, CAYERON CON INTENSIDAD LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS CON RIESGO Y REPUNTARON SUS VOLATILIDADES**

Retroceso acusado de los índices bursátiles y repunte en las primas de riesgo, tanto de la deuda corporativa como de la soberana. En el caso de esta última, las medidas adoptadas por el BCE consiguieron reducirla en las últimas semanas de marzo. La elevada incertidumbre global propició un aumento en la volatilidad de los precios de los activos financieros.

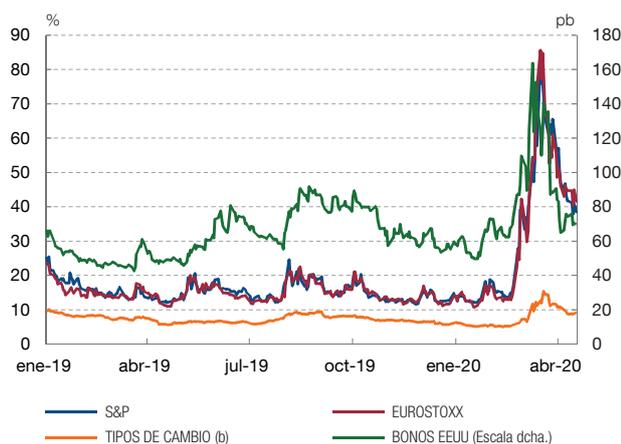
1 ÍNDICES DE BOLSA



2 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO RESPECTO A LA CURVA SWAP



3 VOLATILIDADES



4 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Single-B High Yield.  
 b Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

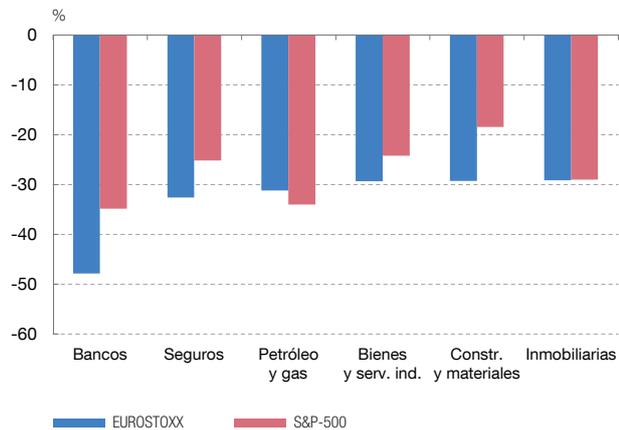
de los sectores de seguros, y del petróleo y gas también han caído en mayor medida que los índices generales, lo que refleja el mayor impacto que la crisis sanitaria tendría sobre los beneficios de estas compañías.

**La búsqueda de activos seguros y líquidos, la expectativa de políticas monetarias más expansivas y los paquetes fiscales anunciados condicionaron la evolución de la rentabilidad de la deuda soberana con mayor calidad crediticia.** Así, la demanda de activos refugio, junto con las expectativas de unas políticas monetarias más acomodaticias se ha traducido en una caída en los

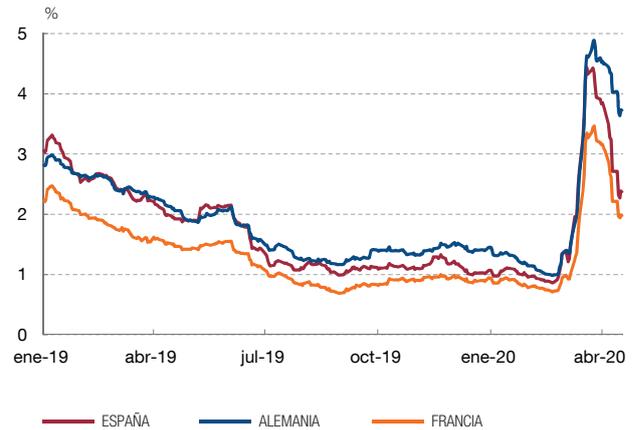
## LAS TENSIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS TAMBIÉN AFECTARON A LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS EMITIDOS POR LOS BANCOS Y A LA FINANCIACIÓN EN DÓLARES

El sector bancario ha perdido más de un 30 % de su capitalización bursátil tanto en Estados Unidos como en la UEM desde la expansión del coronavirus fuera de China. Además, el coste de la deuda subordinada bancaria también repuntó. Las rentabilidades de las deudas soberanas de mayor calidad cayeron inicialmente, pero este movimiento revirtió posteriormente por la búsqueda de liquidez de los inversores y el aumento previsto de las emisiones. Por otro lado, el coste de financiación en dólares se elevó considerablemente, lo que provocó la acción coordinada de los bancos centrales para incrementar sus operaciones de intercambio de divisas.

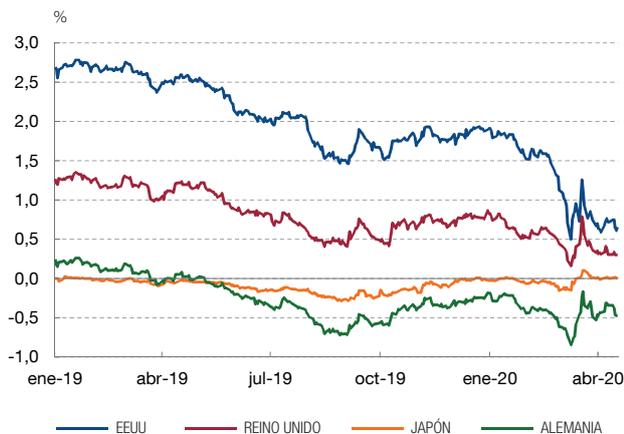
1 SECTORES DEL EUROSTOXX CON MAYORES PÉRDIDAS Y EQUIVALENTES EN EL S&P-500 (DESDE EL 21.02.2020 HASTA EL 17.04.2020)



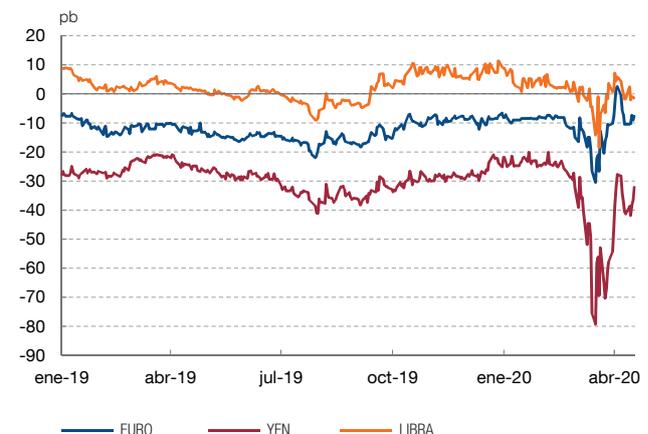
2 RENTABILIDAD DE DEUDA BANCARIA SUBORDINADA. INDICES IBOXX (a)



3 TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



4 CROSS CURRENCY SWAP FRENTE AL DÓLAR A UN AÑO



FUENTE: Thomson Reuters Datastream.

a El índice IBOXX de deuda bancaria subordinada sigue la evolución de los precios de estos instrumentos para una muestra representativa de bancos.

rendimientos de las deudas soberanas de mayor calidad crediticia, hasta alcanzar, en el caso de la referencia americana a diez años y de la deuda pública alemana al mismo plazo, mínimos históricos. Sin embargo, a lo largo de los últimos meses también se han observado repuntes transitorios en estas rentabilidades, que podrían estar vinculados con el anuncio de programas gubernamentales de estímulo fiscal por parte de muchos países y el aumento de la demanda de activos líquidos, lo que también llevó a la caída en el precio de activos considerados refugio, como el oro.

**También se han producido tensiones en los mercados cambiarios, con períodos de fuerte depreciación de dólar estadounidense seguidos de una reversión de esta tendencia.** La depreciación inicial del dólar estadounidense estuvo condicionada por el cierre de posiciones de *carry-trade*, mientras que su apreciación posterior frente al euro y al yen muestra la creciente demanda de esta moneda a nivel global por parte de bancos y empresas no financieras, que buscan mantener su operatividad, reflejada en el incremento del coste de adquisición de dólares a través de los *swaps* de divisas. Esto provocó, el 15 de marzo, la acción coordinada de la Reserva Federal (Fed), el BCE, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo para incrementar los bancos centrales participantes y la frecuencia de las operaciones de las líneas de *swap* en dólares. Estas decisiones consiguieron revertir, en parte, el incremento en el coste de adquisición de dólares (véase también la sección de condiciones de liquidez y financiación en el capítulo 2). Más recientemente, la Fed ha lanzado una facilidad transitoria de préstamos que permitirá a otros bancos centrales con cuentas en esa institución obtener dólares mediante operaciones *repo* de sus tenencias de deuda pública de Estados Unidos.

**Los precios de las materias primas, tanto energéticas como no energéticas, se han desplomado a raíz de la pandemia.** La caída del precio del petróleo, que para la referencia tipo Brent acumula un descenso cercano al 50% desde finales de febrero, se explicó inicialmente por el desacuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros productores de crudo sobre cuotas de producción, a lo que le ha acompañado la contracción de la demanda, sobre todo en el sector del transporte, debido a las medidas de confinamiento adoptadas ante la pandemia. Tras el acuerdo alcanzado entre la OPEP y otros socios para reducir la oferta en unos 10 millones de barriles diarios en mayo y junio (y en una cuantía gradualmente menor hasta abril de 2022), los precios apenas han reaccionado, lo que sugiere un desplome de la demanda de crudo notable. Además, en el caso de Estados Unidos, la reducción en el precio del crudo habría provocado revisiones significativas a la baja de la calidad crediticia en aquellas compañías más expuestas a actividades de extracción de esta materia prima<sup>9</sup>.

### 1.2.2 El mercado inmobiliario en España

**El impacto de la crisis sanitaria sobre el mercado inmobiliario también será significativo, al menos en el corto plazo.** Con anterioridad a esta perturbación, este mercado se encontraba en una fase de desaceleración, en términos tanto de actividad y transacciones como de los precios, tras la notable expansión de los años anteriores (véase gráfico 1.8). La declaración del estado de alarma por la crisis del Covid-19 no implicó en un primer momento el cese de la actividad en el sector

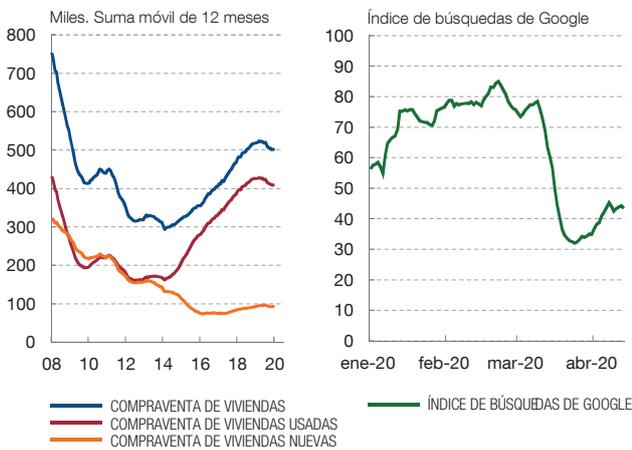
---

<sup>9</sup> Así, por ejemplo, la agencia de calificación S&P ha rebajado en marzo la calificación crediticia de empresas como Anadarko Petroleum, Occidental Petroleum o Exxon Mobil.

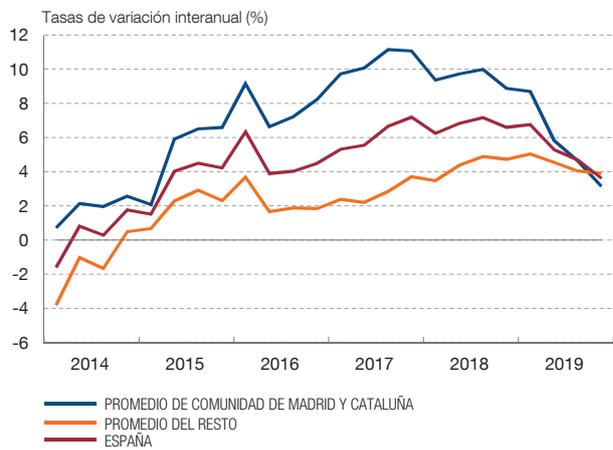
## EL MERCADO DE LA VIVIENDA SE ENCONTRABA EN UNA FASE DE DESACELERACIÓN ANTES DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS, QUE PROVOCARÁ AJUSTES A LA BAJA, AL MENOS A CORTO PLAZO (a)

La actividad residencial se encontraba en una fase de desaceleración con anterioridad a la perturbación originada por la crisis sanitaria del coronavirus. Las compraventas se contrajeron en 2019 en el segmento tanto de obra nueva como, en mayor medida, en el de vivienda usada. Por su parte, el crecimiento del precio medio de la vivienda se moderó, manteniéndose una elevada heterogeneidad geográfica. A diferencia de la situación anterior a la última crisis, a finales de 2019 no se observaban desequilibrios importantes en el mercado de la vivienda, ni en términos de cantidades ni de precios.

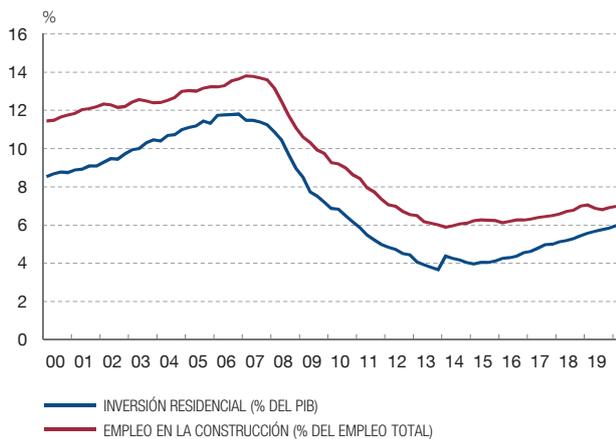
1 TRANSACCIONES Y BÚSQUEDAS EN GOOGLE (b)



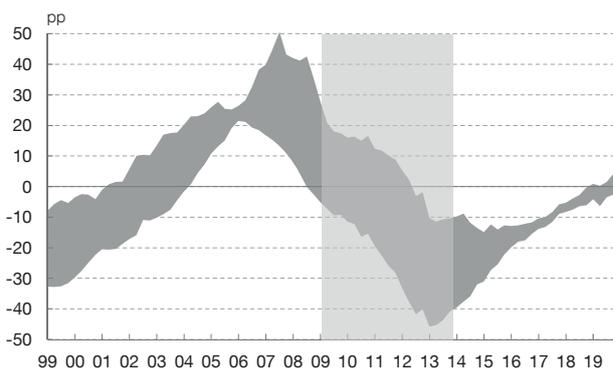
2 PRECIOS POR REGIONES



3 INVERSIÓN RESIDENCIAL Y EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN



4 INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (c)



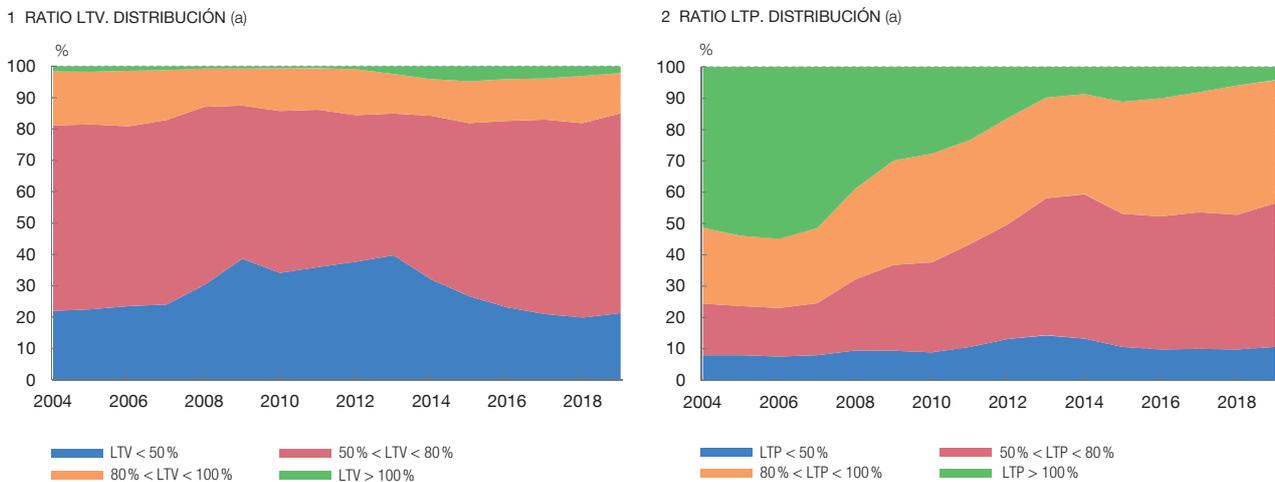
FUENTES: Google Trends, Banco Central Europeo, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Última observación: cuarto trimestre de 2019 (precios de la vivienda), enero de 2020 (compraventas de viviendas), primer trimestre de 2020 (inversión residencial y empleo en la construcción) y 13 de abril de 2020 (índice de búsquedas de Google).
- b El gráfico izquierdo muestra el número de transacciones en suma móvil de 12 meses; el gráfico derecho muestra el índice de búsquedas de términos asociados al mercado inmobiliario en Google.
- c El área sombreada vertical muestra el último período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). La franja sombreada representa los valores mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda sobre ingreso disponible respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; iii) modelo econométrico de desequilibrio de los precios de la vivienda explicado por tendencias de largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio de largo plazo de los precios de la vivienda explicado por los precios de períodos anteriores, ingreso disponible, tipos de nuevas hipotecas y variables fiscales.

de la construcción. Más tarde, la actividad se detuvo, como consecuencia de la suspensión de las actividades económicas no esenciales entre el 29 de marzo y el 9 de abril. En todo caso, el confinamiento de la población y la dificultad para llevar a término algunas de las tareas asociadas al proceso de compraventa de viviendas,

### LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN DEL CRÉDITO INMOBILIARIO PREVIAS A LA IRRUPCIÓN DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS ERAN MUCHO MÁS CONSERVADORAS QUE EN 2008

El peso de las hipotecas con un alto apalancamiento en términos de LTP se redujo sustancialmente tras la crisis financiera internacional. Desde entonces se han mantenido unas condiciones de concesión mucho más conservadoras. La evidencia empírica disponible muestra que esto reduce sustancialmente la probabilidad de morosidad cuando se produce una caída de la renta del acreditado.



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo, Colegio de Registradores y Banco de España..

a Se incluyen préstamos en los que el colateral es una vivienda y el prestatario es una persona física. En las distribuciones, se acumula el principal de los préstamos (por período) para definir cada segmento dentro de la distribución. La *ratio loan-to-value* (LTV) recoge la relación entre el principal del préstamo hipotecario y el valor de tasación de la vivienda, mientras que la *ratio loan-to-price* (LTP), calculada para una muestra de hipotecas, utiliza en el denominador su precio registrado.

habrían tenido un impacto muy significativo en la demanda. Así se desprende, por ejemplo, de los indicadores basados en las búsquedas en Internet de términos relacionados con el sector inmobiliario, que muestran una intensa caída.

**El grado de recuperación de la actividad en el mercado inmobiliario, una vez que finalice la crisis sanitaria, dependerá de hasta qué punto los efectos económicos y financieros de esta perturbación sean más o menos persistentes.** En todo caso, la ausencia de desequilibrios importantes en este mercado en términos de precios y cantidades en el momento anterior al estallido de la crisis sanitaria es un factor que mitiga el alcance de los posibles riesgos para la estabilidad económica y financiera, en términos más generales. En efecto, a diferencia de lo que ocurrió cuando estalló la crisis iniciada en 2008, en esta ocasión el sector no parece sobredimensionado, el endeudamiento vinculado con la actividad inmobiliaria y la financiación a los hogares para adquisición de vivienda se estaban contrayendo, aunque representa todavía una fracción significativa del crédito bancario al sector privado, y no existían indicios generalizados de sobrevaloración de la vivienda (véase gráfico 1.8). Hay que tener en cuenta también que el peso en la concesión de hipotecas de operaciones con un alto apalancamiento ha sido mucho más reducido en el período posterior a 2008 (véase gráfico 1.9) y que los préstamos hipotecarios que sobrevivieron a la crisis financiera internacional tienen unas condiciones de financiación que en general se puede calificar de prudentes y se encuentran más próximos a su vencimiento. La evidencia empírica

disponible muestra que estos factores están asociados a una menor probabilidad de entrada en dudoso.

## 1.3 Los sectores no financieros

### 1.3.1 Los hogares y las empresas no financieras

**Las familias españolas afrontan la crisis del coronavirus, que supone un *shock* adverso significativo sobre sus rentas, desde una posición patrimonial más sólida que la que tenían antes de la crisis financiera de 2008.** Así, en la última década, los hogares han realizado un importante esfuerzo de desendeudamiento, con un descenso acumulado de cerca de un 23 % desde finales de 2008, cuando se alcanzó el máximo volumen de deuda. Esta evolución ha llevado a que la ratio de deuda se sitúe en el 91 % de la renta bruta disponible (RBD) en el último trimestre de 2019, nivel que no se observaba desde comienzos de 2004 (véase gráfico 1.10). Este nivel es casi 4 puntos porcentuales (pp) inferior al del promedio de la UEM. La reducción del endeudamiento ha venido acompañada de una caída significativa de los costes de financiación en los últimos años, lo que se ha traducido en un fuerte descenso de la proporción de la renta destinada al pago de las obligaciones financieras, hasta el 11,1 % de la RBD al cierre de 2019, el nivel más reducido de los últimos veinte años.

**El volumen de activos líquidos de los hogares en proporción a su renta es también más elevado que antes de la última crisis.** Según los últimos datos disponibles, correspondientes al cuarto trimestre de 2019, el efectivo y los depósitos de los hogares alcanzaban el 118 % de la RBD, 8 pp más que en 2007. Si se añaden otros activos fácilmente realizables, como participaciones en fondos de inversión, acciones cotizadas y títulos de deuda, los activos líquidos de las familias suponen el 181 % de la RBD, 11 pp más que en 2007. No obstante, el valor de una parte de estos últimos activos se ha reducido durante las últimas semanas como consecuencia de los efectos de la crisis sanitaria sobre la evolución de los mercados financieros.

**Aunque a escala agregada la posición patrimonial de partida, previa a la irrupción de la pandemia, de los hogares era relativamente sólida, existen segmentos de población en situación de particular vulnerabilidad.** Según la última edición de la Encuesta Financiera de las Familias<sup>10</sup>, un 10 % de los hogares dedicaba más del 40 % de su renta al servicio de la deuda, porcentaje en todo caso que es el más reducido desde 2005. Sin embargo, el porcentaje de hogares que dedicaban más del 30 % de su renta al pago del alquiler se ha incrementado

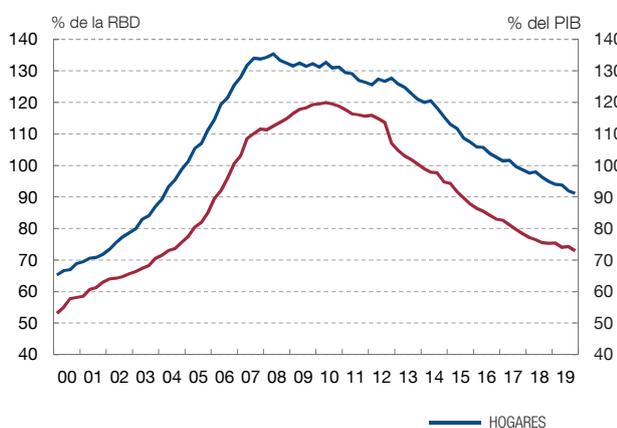
---

10 Para más detalles, véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2017: métodos, resultados y cambios desde 2014», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2019, Banco de España.

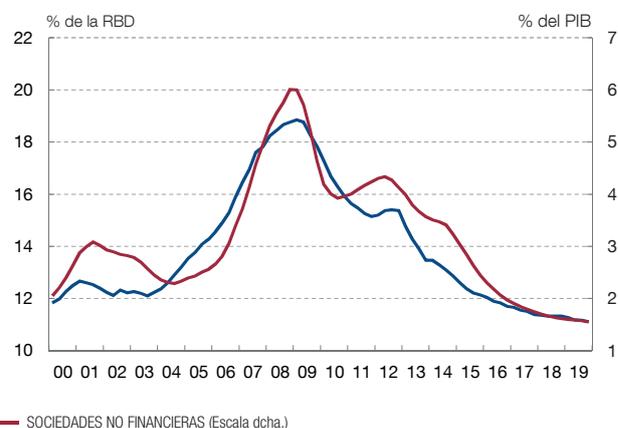
### LA SITUACIÓN PATRIMONIAL ACTUAL DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO ES MÁS SÓLIDA QUE EN 2007

Los hogares y las sociedades no financieras se han desendeudado intensamente en la última década, lo que, unido al reducido coste de financiación, ha situado la carga financiera en niveles muy próximos a mínimos históricos. Sin embargo, algunos segmentos del sector de hogares presentan una situación de cierta fragilidad. Así, por ejemplo, se ha incrementado el porcentaje de familias que destinan una proporción elevada de su renta al pago del alquiler, particularmente en los segmentos de población más jóvenes. Por su parte, las ratios de liquidez se sitúan en niveles superiores a los existentes antes de la anterior crisis, si bien la liquidez de los hogares estaría sujeta a ajustes de valoración.

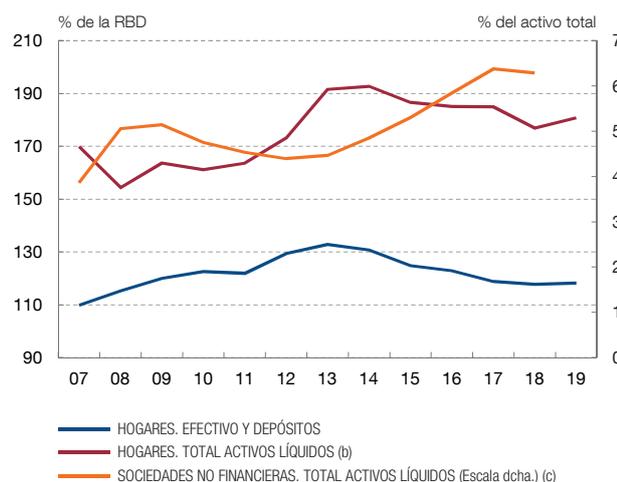
1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



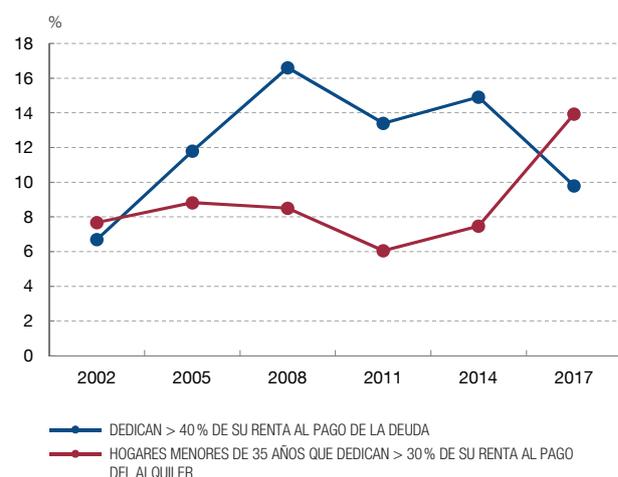
2 RATIOS DE CARGA FINANCIERA (a)



3 ACTIVOS LÍQUIDOS DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS



4 PORCENTAJE DE HOGARES VULNERABLES PARA AFRONTAR EL SERVICIO DE LA DEUDA O EL PAGO DEL ALQUILER



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

- a La carga financiera de las familias comprende los pagos que estas realizan en concepto de intereses y amortización de la deuda, mientras que en el caso de las empresas se consideran únicamente los intereses, dada la dificultad para estimar con fiabilidad la cuantía de las cuotas de amortización.  
 b Comprende: efectivo, depósitos, participaciones en fondos de inversión, acciones cotizadas y títulos de deuda.  
 c Media ponderada por activo.

significativamente, en particular en el segmento de población de menores de 35 años (14 %, frente al 8 % en 2008). En relación con la tenencia de activos financieros, esta misma fuente revela que mientras que, en 2017 el hogar mediano contaba con 10.500 euros en activos financieros, de los que unos 4.500 euros estaban en cuentas corrientes y depósitos a la vista, los hogares por debajo del percentil 25 de la riqueza neta disponían de únicamente 1.500 euros en activos financieros, de los que aproximadamente la mitad se encontraba en cuentas corrientes y depósitos a la vista.

**Los programas de apoyo a los hogares afectados por los efectos económicos de la crisis sanitaria contribuirán a mitigar su impacto sobre la situación económico-financiera de este sector.** Así, entre las medidas aprobadas, la moratoria en el pago de las cuotas hipotecarias y del resto de préstamos a personas físicas para desempleados y autónomos que hayan visto sustancialmente reducidos sus ingresos como consecuencia de la crisis sanitaria aliviará la presión financiera de los colectivos beneficiados por la medida. Asimismo, la posibilidad de aplazar los pagos de los alquileres y la garantía de suministro de las utilidades básicas también contribuye a limitar el impacto de la crisis en estos colectivos. Por su parte, el acceso a las prestaciones contributivas por desempleo para aquellos trabajadores despedidos que carezcan del período de cotización necesario o la extensión de los beneficios a trabajadores temporales mitigará el descenso de sus rentas. La posibilidad de disponer sin penalización de las cantidades en fondos de pensiones también contribuirá a la disposición de liquidez por los hogares más afectados por la crisis. Además, el Gobierno ha anunciado la próxima introducción de un subsidio para las familias sin prácticamente ingresos. El recuadro 1.2 analiza si los hogares establecen una ordenación en el potencial incumplimiento de sus obligaciones financieras cuando se produce una pérdida sustancial de renta o del empleo.

**Las sociedades no financieras también afrontan los efectos económicos de la crisis sanitaria con una situación patrimonial de partida que había mejorado sustancialmente desde 2008.** La ratio de endeudamiento empresarial se situaba en el 73 % del PIB a finales de 2019, 5 pp menos que la media de la eurozona. Dicho nivel es el más reducido desde principios de 2004 y se sitúa 47 pp por debajo del máximo alcanzado en junio de 2010. Esto, unido al descenso del coste de la deuda de los últimos años, se ha traducido en una sustancial disminución de los pagos de intereses en relación con el PIB, que alcanzaron el nivel más reducido de los últimos veinte años. La rentabilidad media del activo de las sociedades no financieras también había crecido en los últimos años y se situaba en niveles similares a los que había antes de la anterior crisis.

**De todas formas, algunas empresas, que se concentraban dentro de las de menor tamaño, presentaban una cierta situación de vulnerabilidad.** La magnitud del *shock* es muy significativa y persistían en 2019 segmentos del sector corporativo español con una situación financiera más débil. Además, el efecto de la crisis será heterogéneo por sectores económicos. En particular, algunas ramas de actividad, como la hostelería, el comercio o la industria automovilística, se verán más adversamente impactadas.

**Las reservas de liquidez de las sociedades no financieras también han mejorado en los últimos años, pero, a pesar de ello, la magnitud previsible de la caída de los ingresos dificultará cubrir sus necesidades, si bien el programa de avales públicos ayudará a mitigar este problema.** La liquidez de las empresas ha aumentado en los últimos años y los datos individuales de empresa

más recientes, correspondientes a finales de 2018, evidencian unos niveles de activos líquidos superiores a los existentes antes de la anterior crisis (véase gráfico 1.10), aunque la situación no es homogénea por empresas. La financiación disponible en líneas de crédito, en proporción del saldo total del crédito concedido, se ha elevado durante los últimos años, aunque al cierre de 2019 los niveles eran inferiores a los previos a la crisis de 2008, y estaban además concentradas dentro del segmento de empresas de mayor dimensión. El programa de avales aprobado por el Gobierno facilitará el recurso a la financiación bancaria para proporcionar liquidez a las empresas con la que afrontar tanto las obligaciones financieras ya existentes como las que puedan surgir durante este periodo.

### 1.3.2 Las Administraciones Públicas

**Tras el deterioro del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas en 2019, la posición estructural de las finanzas públicas seguía siendo deficitaria y la deuda pública elevada.** Después de seis años consecutivos de reducciones en el déficit de las AAPP españolas en porcentaje del PIB, en 2019 se incrementó en tres décimas, hasta el 2,8 % (gráfico 1.11). Esto se debió al tono expansivo de la política fiscal en dicho año, reflejado en aumentos significativos del gasto en prestaciones sociales y remuneración de empleados públicos, lo que más que compensó el efecto positivo de los reducidos costes de financiación y de la expansión económica, que aunque menor que en 2018 todavía fue superior al crecimiento potencial estimado de la economía española. De hecho, desde el inicio de la recuperación en 2014, toda la corrección del desequilibrio de las finanzas públicas en España en los últimos años se habría debido a estos dos efectos (ciclo expansivo y reducidos tipos de interés), por lo que el saldo estructural y el saldo estructural primario de las AAPP<sup>11</sup> se habrían situado, a finales de 2019, en niveles aun elevados, de en torno al -3 % y -0,8 % del PIB, respectivamente, según las estimaciones del Banco de España. Por su parte, la deuda pública se situaba en el 95,5 % del PIB, lo que representa una reducción de 2,1 pp desde el año pasado. De esta forma, esta ratio acumula una reducción de 5,2 pp desde el máximo de 100,7 % alcanzado en 2014, gracias al avance experimentado por el PIB nominal y al retroceso de la carga de intereses.

**En este contexto, el desencadenamiento de la crisis sanitaria va a tener consecuencias notables sobre las finanzas públicas, tanto en España como en muchos otros países.** En los tres escenarios presentados en la sección 1.1.2, la deuda de las AAPP españolas se elevaría de manera apreciable, en una magnitud potencialmente muy elevada en los escenarios con mayor deterioro de

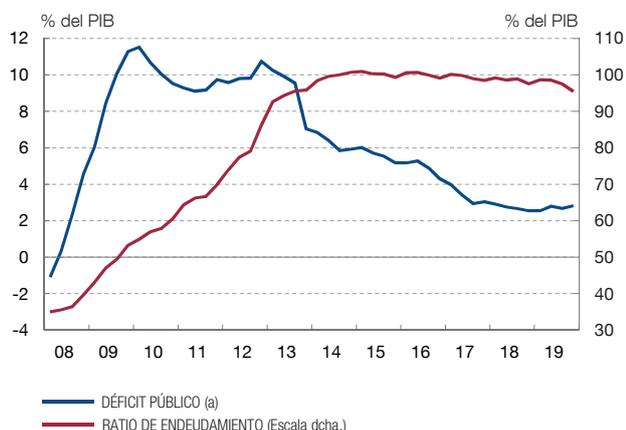
---

11 El saldo público estructural trata de corregir los efectos transitorios que la posición cíclica de la economía tiene en los ingresos y gastos públicos. El saldo estructural primario excluye la carga por intereses de la deuda pública.

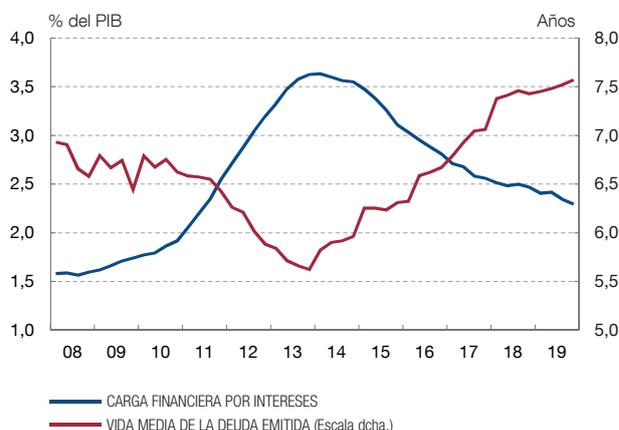
## EL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONTINÚA SIENDO MUY ELEVADO Y EXPERIMENTARÁ UN AUMENTO SIGNIFICATIVO CON LA CRISIS

En los distintos escenarios considerados para la evolución de la economía española, la deuda de las AAPP se elevaría de manera apreciable, en una magnitud potencialmente muy elevada en los escenarios con mayor deterioro de la actividad. En todo caso, los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública se ven mitigados por las favorables condiciones de financiación de los últimos años, aunque la prima de riesgo ha experimentado un cierto aumento con la crisis y por el alargamiento de la vida media de la deuda en circulación, que reduce el volumen de refinanciaciones.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



2 CARGA FINANCIERA DE LAS AAPP Y VIDA MEDIA DE LA DEUDA EMITIDA



FUENTES: Tesoro Público y Banco de España.

a Datos acumulados de cuatro trimestres.

la actividad. En el primero de ellos, la deuda pública podría elevarse hasta el entorno del 110 % del PIB a finales de 2020. Este escenario se caracteriza por una duración del período de confinamiento de ocho semanas y por la ausencia de fricciones financieras que dañen la estructura productiva de manera persistente. Aproximadamente la mitad del incremento de casi 15 pp, con respecto a la situación de cierre de 2019, se debería al desequilibrio de las cuentas públicas, que pasaría a ser de en torno al 7 % del PIB, como consecuencia del efecto combinado de los estabilizadores automáticos y de las medidas discrecionales aprobadas. El resto se explicaría por la caída estimada del PIB nominal, más un impacto residual derivado de los ajustes flujo-fondo<sup>12</sup>. En el segundo escenario, más desfavorable, pues se supone que los problemas de liquidez de los agentes privados pueden dar paso a ciertas dificultades de solvencia, la deuda podría elevarse en 2020 hasta el 115 % del PIB. Esas dificultades financieras dan pie a un retroceso más intenso de la actividad y una recuperación algo más lenta. Si, además, las medidas de confinamiento se prolongaran por un total de doce semanas, como en el tercer escenario, la deuda podría superar el 120 % del PIB. En los tres casos la deuda pública tendería a descender en 2021, en los diferentes escenarios. Esto es

12 Estos recogen variaciones de la deuda que no se deben al saldo entre ingresos y gastos no financieros de las AAPP. Por tanto, incluyen la variación de activos y pasivos financieros y ajustes de valoración.

consecuencia del repunte del crecimiento del PIB nominal, ya que el saldo público continuaría siendo deficitario.

**El deterioro económico ocasionado por la pandemia dará lugar a un aumento persistente de la vulnerabilidad de la posición de las finanzas públicas en nuestro país.** La naturaleza previsiblemente transitoria de la perturbación del Covid-19 hace que el deterioro previsto no tenga, en principio, un carácter predominantemente estructural. Para que ello sea así, no obstante, se precisa una respuesta fiscal acotada en el tiempo pero contundente. Ahora bien, los elevados niveles de déficit estructural de partida y los aumentos de deuda pública que previsiblemente se alcanzarán, unidos a los retos para las finanzas públicas que se derivan del envejecimiento de la población<sup>13</sup>, ponen de manifiesto la vulnerabilidad de las finanzas públicas españolas ante posibles perturbaciones adicionales en la actividad económica, en los costes de financiación o en el sentimiento de los inversores. En el corto plazo, el reforzamiento de los programas de compra de activos del BCE está favoreciendo la ausencia de tensiones en la financiación de las AAPP, y las decisiones de las instituciones europeas deberían facilitar en mayor medida la financiación de las necesidades del sector público. A medio plazo, cuando la situación vuelva a la normalidad, debería implementarse un programa de consolidación fiscal y de reformas estructurales que reduzcan los desequilibrios de la economía y eleven su crecimiento potencial.

**Las medidas aprobadas por las autoridades nacionales y por el BCE deben complementarse con una respuesta europea amplia.** La pandemia y su impacto económico están afectando a todos los países del área del euro y, por extensión, de la Unión Europea. Hacerle frente requiere una actuación decidida y ambiciosa de las autoridades e instituciones comunitarias a través de los instrumentos existentes, tanto financieros como presupuestarios, así como de posibles nuevas herramientas. En este sentido, el Eurogrupo del 9 de abril acordó la puesta en marcha de una batería de medidas de apoyo entre las que destacan una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para proporcionar financiación a los EEMM, un programa del Banco Europeo de Inversiones (BEI) para facilitar la financiación de pymes y un fondo para sufragar parte de los costes asociados a los expedientes de regulación temporal de empleo. Además, el Consejo Europeo del 23 de abril respaldó la creación de un Fondo de Recuperación propuesto por la Comisión Europea, con cargo al presupuesto plurianual europeo 2021-2027. Esta debería ser la prioridad de posibles nuevos instrumentos que pudieran ser requeridos, el refuerzo de la capacidad del conjunto de la UE para favorecer unas condiciones de financiación adecuadas con las que sufragar los cuantiosos costes de la reparación de la capacidad de crecimiento de todos los Estados miembros dañada por la pandemia. La crisis actual hace más

---

13 Las estimaciones más recientes ya anticipaban un incremento significativo del gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración que se deriva tanto del proceso de envejecimiento de la población como de las últimas medidas adoptadas en el caso del sistema de pensiones

urgente que nunca reforzar los esfuerzos para avanzar decididamente en la labor de completar la arquitectura institucional del área del euro.

### 1.3.3 La posición de inversión internacional y la deuda externa

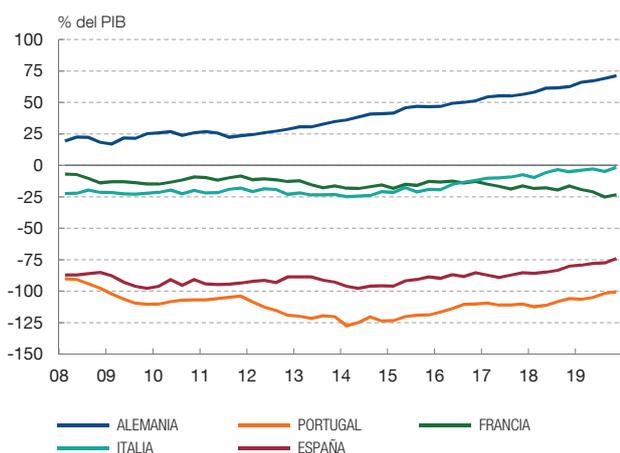
**La economía española mantiene una elevada posición deudora frente al exterior (PII), lo que constituye una fuente de vulnerabilidad en un contexto como el actual, de incertidumbre y tensiones en los mercados financieros internacionales.** La PII deudora neta de la economía española se ha reducido en los últimos años pero sigue elevada en perspectiva internacional (véase gráfico 1.12). Concretamente, al cierre de 2019 se situaba (en valor absoluto) en el 74 % del PIB, lo que supone su nivel más bajo desde 2007 y 24 pp por debajo del máximo observado en junio de 2014. Por su parte, la deuda externa bruta se situaba a finales de 2019 en el 169 % del PIB, nivel 6,2 pp por debajo del máximo registrado en el primer trimestre de 2015 y que se encuentra en un lugar intermedio dentro de los países de nuestro entorno. Los riesgos de refinanciación de esta deuda se ven algo mitigados por el predominio de la deuda emitida a largo plazo por el sector

Gráfico 1.12

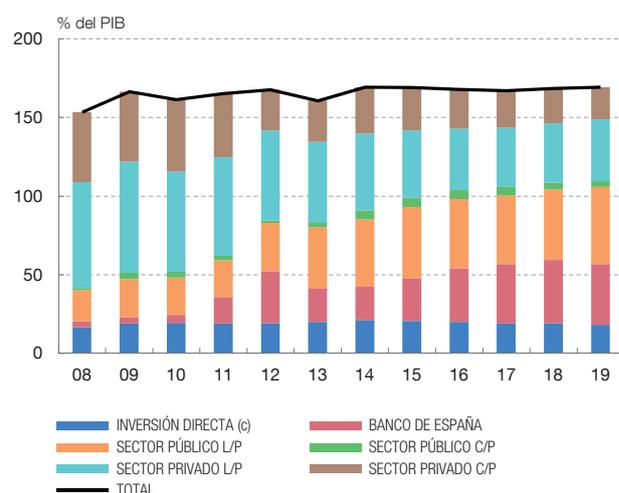
#### LA POSICIÓN DEUDORA NETA DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA SE HA REDUCIDO, PERO SIGUE SIENDO ELEVADA

La PII deudora neta de la economía española se ha reducido en los últimos años pero sigue siendo elevada en perspectiva internacional. Los riesgos de refinanciación de esta deuda se ven mitigados por el predominio de la deuda emitida a largo plazo por el sector público, y de la denominada en euros.

1 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA, POR PAÍSES (a)



2 DESGLOSE DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA, POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
- b 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).
- c Incluye solo inversión directa en forma de deuda.

público, y de la denominada en euros, así como por la presencia activa del Eurosistema en los mercados de deuda soberana a través de sus programas de compra de activos. No obstante, la reducción de la PII deudora neta de la economía española hasta niveles comparables con los países de nuestro entorno requiere el mantenimiento de las ganancias de competitividad acumuladas tras la crisis financiera, de modo que se dé continuidad a la consecución de saldos externos por cuenta corriente positivos de forma recurrente.

**LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS ANTE LA CRISIS DEL COVID-19**

Las políticas monetarias y fiscales han reaccionado con celeridad, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes<sup>1</sup>. En el ámbito monetario, a medida que avanzaba la pandemia, el Banco Popular de China recortó sus tipos de interés oficiales y anunció una serie de medidas orientadas a agilizar la concesión de crédito a los agentes privados. Entre los países avanzados, la Reserva Federal estadounidense redujo su tipo de interés de referencia en 50 pb el 3 de marzo, y nuevamente en 100 pb el 15 de marzo, hasta situarlo en el rango 0%-0,25%. Además, anunció subastas de liquidez a plazos de uno y tres meses a través de operaciones *repo*, nuevas líneas de crédito para pymes, ciudades y Estados, el restablecimiento de líneas de *swaps* de divisas con otros bancos centrales y una ampliación ilimitada de sus compras de activos. Una mayoría de países avanzados han tomado también medidas de política monetaria, entre ellos Reino Unido, Canadá o Japón, de naturaleza convencional y no convencional. Por último, también se han producido reducciones de tipos de interés oficiales y otras medidas de política monetaria en varias economías emergentes, como Brasil, Chile, Perú o Turquía.

El Consejo de Gobierno del BCE adoptó importantes medidas expansivas en su reunión del 12 de marzo. El paquete aprobado se articula en torno a tres medidas: nuevas operaciones de financiación a largo plazo (LTRO), una mejora de las condiciones para las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico TLTRO III y un incremento de 120 mm de euros en el volumen de las operaciones del programa de compra de activos durante 2020. Los objetivos de todas estas actuaciones son proveer de suficiente liquidez al sistema financiero, para que esta fluya a hogares y empresas, apoyar el crédito bancario —principalmente, a aquellos segmentos más afectados por las consecuencias de la crisis sanitaria, como son las pymes— y evitar un endurecimiento de las condiciones de financiación de la economía.

En una reunión extraordinaria el 18 de marzo, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un programa especial de compra de activos públicos y privados por un importe de 750 mm de euros. El programa de compra para paliar los efectos de la crisis del coronavirus (PEPP, por sus siglas en inglés) se prolongará hasta fin de año, o más allá

si fuera necesario. Para el reparto de las compras de deuda pública entre las distintas jurisdicciones, la referencia continuará siendo la participación de los distintos bancos centrales nacionales en el capital del BCE, si bien se adoptará una aproximación flexible, que permita desviaciones temporales con respecto a esa directriz. Además, a efectos de este programa específico, se contempla un levantamiento de las restricciones a la elegibilidad de la deuda soberana griega, de modo que estos activos podrán ser adquiridos por el Eurosistema en el contexto del PEPP. En cuanto a las compras de deuda del sector privado, el BCE ha anunciado asimismo una ampliación del abanico de activos elegibles al papel comercial emitido por las sociedades no financieras y con una calidad crediticia suficientemente alta. Por último, el BCE ha anunciado cambios en los activos de garantía de las operaciones de política monetaria. Así, ampliará el tipo de activos que podrán utilizar los bancos como colateral en sus operaciones de liquidez aceptando los derechos de crédito de préstamos a empresas, autónomos y hogares que estén garantizados por los gobiernos. Además, se elimina el mínimo establecido de 25.000 euros para aceptar un derecho de crédito como colateral y se limitan al 20% los recortes de valoración a todos los activos presentados como garantía.

En consonancia con la naturaleza global de la perturbación, la respuesta de las políticas fiscales está siendo generalizada por países. Además, los paquetes aprobados tienden a compartir algunos elementos comunes. En primer lugar, muchos de ellos incluyen incrementos del gasto sanitario, con el objeto de combatir la pandemia en los países afectados. En segundo lugar, las acciones aprobadas, en la mayoría de los casos, incorporan medidas orientadas a sostener con carácter temporal las rentas y el gasto de las familias y empresas más afectadas por los efectos de la pandemia.

En la UEM, las políticas fiscales nacionales también han reaccionado con celeridad ante la magnitud del reto, aunque con distintos grados de intensidad. Los gobiernos de Alemania, Francia, Italia, España, Irlanda y Portugal, entre otros, han anunciado e implementado amplios paquetes de medidas, similares a las tomadas en otros países avanzados, que además se han visto reforzadas

<sup>1</sup> Para más detalles sobre algunas de estas medidas, véase la sección 5 del «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 1/2020, Banco de España.

**LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS ANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

por las actuaciones supranacionales, lideradas por la Comisión Europea. En comparación con los de otras áreas avanzadas, estos programas descansan en mayor medida en la extensión de avales a la banca para la concesión de financiación a empresas y autónomos. Además, la mayor parte de los países ha incluido moratorias de impuestos y, en algunos casos, en el pago de hipotecas y otros préstamos a personas físicas para colectivos afectados por el impacto macroeconómico de la crisis sanitaria.

En el ámbito supranacional, las instituciones europeas han tomado medidas de respuesta a la crisis sanitaria. Por una parte, la Unión Europea ha aprobado la relajación de las medidas fiscales y de competencia durante este año, para permitir una reacción más flexible de los países ante la pandemia, así como una serie de medidas que comprenden la utilización de fondos remanentes del presupuesto europeo (hasta 60 mm de euros), y una nueva ayuda financiera para cubrir el gasto derivado del aumento del desempleo a corto plazo por un total para el conjunto de la UE de hasta 100 mm de euros. Asimismo, se han puesto en marcha diversas formas de asistencia financiera, tanto a las empresas, mediante líneas de crédito del Banco Europeo de Inversiones de hasta 200 mm de euros, como a los gobiernos, a través de una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad para gastos relacionados con la pandemia de hasta el 2 % del PIB. Además, el Consejo Europeo respaldó la creación de un Fondo de Recuperación, de cuantía por determinar, basado en el presupuesto plurianual europeo 2021-2027. En su conjunto, estas medidas se centran en el necesario apoyo financiero a corto plazo, y podrían resultar insuficientes ante la magnitud de la perturbación, que requiere de un mayor impulso hacia una verdadera mutualización de los esfuerzos fiscales incurridos por los países.

En España se ha actuado en diversos frentes. En concreto, las actuaciones se han centrado en el reforzamiento del

sistema sanitario, la protección del empleo y el apoyo a los hogares vulnerables, y la provisión de liquidez a las empresas. De estas tres áreas, la única que tiene un coste presupuestario bien definido es el aumento del gasto sanitario, que engloba partidas por 4,4 mm (el 0,4 % del PIB de 2019)<sup>2,3</sup>.

El resto de actuaciones contempladas tendrá un impacto potencialmente elevado sobre el déficit público de 2020, pero de magnitud incierta. Las medidas de apoyo al empleo y a las rentas de hogares vulnerables incluyen una flexibilización de los expedientes de suspensión temporal de empleo y reducción de jornada (ERTE) y la exoneración de las correspondientes cuotas de la Seguridad Social, un subsidio especial de desempleo para trabajadores temporales y del régimen especial de empleo doméstico y, por último, la facilitación del acceso a la prestación por cese de actividad de los trabajadores autónomos. La vigencia de la mayor parte de estas medidas coincide con la duración del estado de alarma, por lo que su coste depende de la duración del mismo y de la cuantificación del número de personas que, dentro de cada uno de los colectivos afectados por las medidas, se acogerán a las mismas<sup>4</sup>.

El tercer gran ingrediente de las medidas aprobadas viene dado por las que están dirigidas a proveer de liquidez a empresas potencialmente viables. Por un lado, ello incluye la concesión de garantías públicas a préstamos de empresas privadas por un volumen de fondos de hasta 102,4 mm de euros, equivalentes al 8,2 % del PIB de 2019<sup>5</sup>. Por otro lado, ha sido aprobada una moratoria de deudas tributarias por un período de 6 meses para pymes y autónomos por un importe de hasta 22,8 mm de euros, así como el aplazamiento de todos los pagos impositivos de las empresas hasta el 20 de mayo por una cuantía de 3,5 mm de euros<sup>6</sup>.

En el ámbito de las políticas prudenciales, el BCE también anunció una serie de medidas tendentes a relajar

2 En este cálculo se utiliza el PIB nominal del año 2019. La cifra sería más elevada si se tuviera en cuenta el fuerte retroceso esperado del PIB en 2020.

3 Esta cantidad incorpora 2,8 mm de euros destinados a las CCAA, 1 mm de euros gestionados por el Ministerio de Sanidad, 30 millones de euros para la investigación relacionada con la creación de una vacuna contra el virus y 600 millones de euros para que las CCAA y CCLL puedan garantizar los servicios sanitarios de los más vulnerables.

4 A efectos del impacto de estas medidas tanto sobre el déficit público como sobre la renta disponible de los hogares, es preciso tomar en consideración que una parte muy significativa de esas cuantías estaría vinculada al funcionamiento habitual de los estabilizadores automáticos (en concreto, las prestaciones por desempleo a trabajadores afectados por ERTE hubieran sido percibidas también si la pérdida del puesto de trabajo hubiera sido permanente en lugar de temporal).

5 Esta cifra resulta de sumar las correspondientes a las líneas de avales y créditos públicos para los préstamos de las empresas no financieras (100 mm de euros) y empresas exportadoras y pymes (2 mm de euros) y los créditos del ICO para el sector turístico (400 millones de euros).

6 Estas medidas no afectarían al déficit del conjunto de 2020, dado que su vigencia expira dentro del año.

**LA RESPUESTA DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS ANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)**

transitoriamente los requisitos prudenciales de los bancos. Así, por ejemplo, se permitirá que las entidades supervisadas operen con un nivel de capital inferior al establecido en las recomendaciones de Pilar 2 o por el colchón de conservación de capital. Los requisitos sobre la ratio de cobertura de liquidez han sido igualmente flexibilizados. También ha reducido los requisitos de capital asociados a los riesgos de mercado. Por otra parte, el BCE emitió una recomendación a las entidades de crédito para que no paguen dividendos ni remuneren a sus accionistas a través de recompras de acciones

hasta, al menos, el 1 de octubre de este año. La finalidad de esta recomendación es reforzar el capital de estos intermediarios para que puedan apoyar la economía.

El capítulo 2 discute adicionalmente los posibles efectos de los ajustes de las políticas fiscales y monetarias descritas en este recuadro sobre los intermediarios financieros españoles. El capítulo 3 describe en más detalle la adaptación de las políticas microprudenciales y macroprudenciales en el contexto español y europeo en respuesta a la crisis del Covid-19.

**ENCADENAMIENTO DE IMPAGOS EN LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES**

La financiación bancaria que reciben los hogares representaba en diciembre de 2019 el 57,9 % de los préstamos mantenidos por el sector privado no financiero en España con las entidades de crédito (véase gráfico 1). En consecuencia, la capacidad de los hogares para satisfacer sus obligaciones de pago es fundamental para la estabilidad financiera de la economía en su conjunto.

El gráfico 1 también muestra cómo el crédito hipotecario a hogares para adquisición de vivienda representaba una proporción 3,7 veces superior a la del crédito destinado a la compra de bienes de consumo y otras actividades, si bien el peso de este último ha aumentado en los últimos cinco años por el impulso del crédito para consumo. De hecho, este segmento ha mantenido una tasa de crecimiento media superior al 10 %, mientras el crédito hipotecario se ha contraído de forma continua (véase gráfico 2). Adicionalmente, el volumen del crédito dudoso para consumo rompió su tendencia descendente en diciembre de 2016 y pasó a presentar una tasa de crecimiento superior al 10 %; por el contrario, el crédito dudoso para adquisición de vivienda ha seguido reduciéndose en el período 2016-2019.

Estos patrones diferenciados en la evolución de cada uno de los segmentos de crédito a hogares llevan a preguntarse por la posible existencia de una relación temporal entre ellos; en concreto, entre los impagos y deterioros de los préstamos para consumo y para el resto las de finalidades, una proporción reducida pero en aumento de la cartera de crédito a hogares, y con un volumen creciente de dudosos, con el de los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda, una cartera con un gran peso relativo en el balance de las entidades de depósito, pero con un volumen de dudosos en retroceso.

Además, debe tenerse en cuenta que los hogares también pueden contar con compromisos financieros no bancarios con proveedores de suministros de electricidad, gas, telefonía, etc., en la medida en que el pago de estos servicios se realiza con posterioridad a su disposición. Dado que estos tipos de financiación tienen características distintas (por ejemplo, los préstamos para adquisición de vivienda tienen como colateral la vivienda en que habitan las familias<sup>1</sup>, y el resto de financiación no suele requerir colateral), y son concedidos por entidades financieras y no financieras, cabe plantearse si los hogares establecen una prelación

Gráfico 1  
COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO A HOGARES Y A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

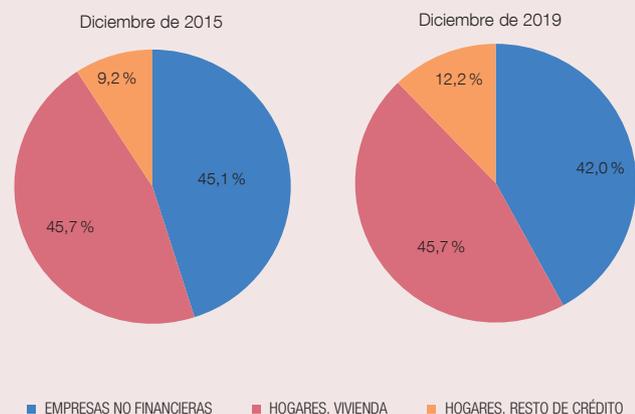
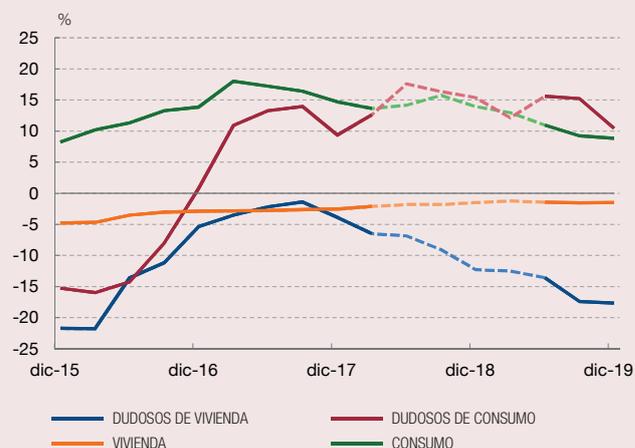


Gráfico 2  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos correspondientes a entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito (negocios en España). Los datos entre junio de 2018 y junio de 2019, presentados mediante línea discontinua, excluyen una entidad que ha realizado reclasificaciones significativas.

1 Para la cartera de crédito hipotecario en el sistema bancario español, Galán y Lamas (2019) encuentran que la probabilidad de impago crece con el grado de apalancamiento del préstamo, en particular el importe concedido sobre precio de la vivienda, el esfuerzo económico que ese préstamo exige al prestatario (importe concedido sobre renta) o el plazo de vencimiento.

**ENCADENAMIENTO DE IMPAGOS EN LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES (cont.)**

Gráfico 3  
PORCENTAJE DE FAMILIAS ESPAÑOLAS CON PRÉSTAMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, MEDIA 2011-2017

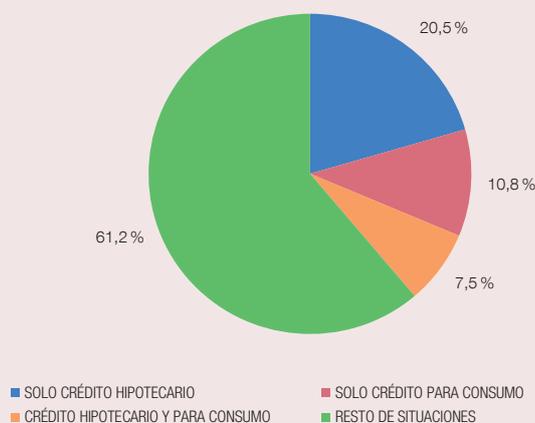
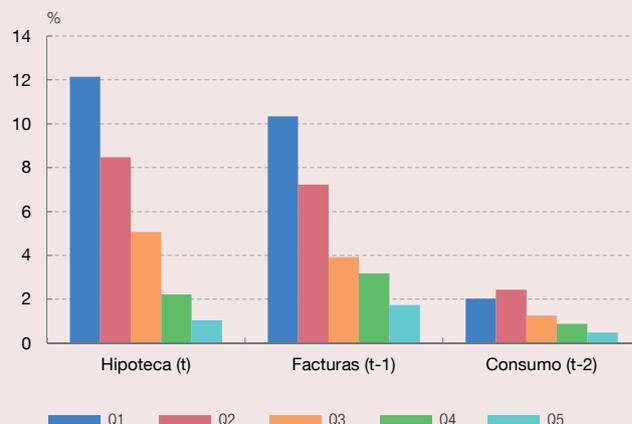


Gráfico 4  
DISTRIBUCIÓN DE LA PROPORCIÓN DE FAMILIAS CON IMPAGO POR NIVEL DE RENTA, 2011-2017 (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Condiciones de Vida) y Banco de España.

a El gráfico muestra para cada uno de los quintiles de renta (del quintil inferior Q1 al quintil superior Q5), las proporciones medias de familias con impagos en hipotecas (2013-2017), facturas de suministro (2012-2016), y consumo y compras a plazo (2011-2015).

en los impagos cuando surgen las dificultades económicas y si, en consecuencia, se establece un encadenamiento de aquellos.

Para analizar esta cuestión, se ha realizado, en primer lugar, un ejercicio econométrico utilizando la información individual de la muestra representativa de familias españolas que proporciona la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV), que elabora el Instituto Nacional de Estadística. Esta encuesta recoge información sobre los retrasos de los hogares en el pago de la hipoteca, en el crédito para consumo y compras a plazo, y en los suministros. Además, contiene información de algunas características familiares (nivel educativo, edad, etc.), situación laboral, ingresos, riqueza o esfuerzo financiero, que determinan su capacidad para hacer frente a sus compromisos de pago<sup>2</sup>. Además, tres cuartas partes de los hogares de la encuesta son seguidos durante entre dos y cuatro años, permitiendo introducir también consideraciones dinámicas como las que se analizan aquí: el posible encadenamiento de los impagos.

Como puede apreciarse en el gráfico 3, casi un 40 % de los hogares españoles tenía algún tipo de deuda con las entidades de crédito en el período 2011-2017.

De estos hogares con deuda, algo más de la mitad tenían solo préstamos hipotecarios, aproximadamente un tercio solo préstamos para consumo y menos del 20 % tenían ambos tipos de préstamos. Asimismo, el gráfico 4 muestra el porcentaje medio de impagos en distintos tipos de préstamos para los hogares con deuda hipotecaria desagregando por niveles de renta del hogar. El porcentaje de impagos se reduce con el nivel de renta en todos los productos de préstamos, siendo mayor la reducción por mayor renta en el caso de las hipotecas y de los suministros que en el de crédito para consumo.

Con los datos de la ECV, se estima un modelo probabilístico en el que el evento de impago en el préstamo hipotecario se hace depender de las características relevantes de los hogares y también de los impagos pasados de crédito al consumo, pago aplazado y de suministros. Entre las características de los hogares, el esfuerzo financiero dedicado al pago de la hipoteca aumenta la probabilidad de que exista un retraso en su pago, al igual que un menor nivel educativo. Sin embargo, como se obtenía en otros trabajos, las variables con mayor contenido informativo para explicar

2 Casado y Villanueva (2018) obtienen, también con datos para las familias españolas pero, en este caso, de la Encuesta Financiera de los Hogares, que, durante la vida del préstamo, las caídas en la renta de los hogares y los cambios en el estado laboral del percceptor principal de las rentas son los factores más relevantes para explicar los retrasos en el pago de sus deudas.

**ENCADENAMIENTO DE IMPAGOS EN LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES (cont.)**

la probabilidad de impago son la entrada en situación de desempleo y la caída de la renta del hogar. Pero, más importante para el análisis, los impagos pasados tanto en préstamos para consumo como en suministros tienen un impacto positivo estadísticamente significativo en la probabilidad de impago en la hipoteca.

Los resultados indican que los hogares endeudados, ante dificultades financieras, se retrasan primero en el pago del crédito para consumo, alrededor de un año después dejan de pagar los suministros y, si esa situación persiste un año más, dejan de satisfacer sus obligaciones hipotecarias. Este orden de prelación parece estar en consonancia con las garantías exigidas en cada una de las clases de préstamo y con el grado de necesidad que representa el gasto que financia cada una de estas deudas. Esta concatenación de impagos fue especialmente intensa durante los años de la crisis y se ha reducido posteriormente, aunque manteniendo su significatividad estadística. No obstante, para valorar el impacto cuantitativo de estas estimaciones debe tenerse en cuenta

que menos de un 20% de los hogares mantienen a la vez préstamos hipotecarios y de consumo.

El análisis anterior se ha complementado con un estudio, basado en los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), de la relación entre la calidad crediticia de los préstamos hipotecarios y la de los préstamos para el resto de finalidades a personas físicas durante el periodo de crisis 2008-2013<sup>3</sup>. El uso de la CIRBE permite estudiar esta relación para todo el crédito bancario a personas físicas, y no solo para la muestra representativa de hogares en la ECV, pero no permite medir el efecto de las características familiares o de los impagos de suministros como en el estudio ya comentado.

El gráfico 5 muestra el incremento en la probabilidad de deterioro de la calidad del crédito hipotecario para adquisición de vivienda de un titular ante la presencia de deterioros en los 24 meses previos en el resto de su crédito bancario<sup>4</sup>, que incluye en particular el consumo. Este incremento es significativo en todos los años de la crisis,

Gráfico 5  
VARIACIÓN DE LA PROBABILIDAD DE IMPAGO DE HIPOTECAS PARA LOS CLIENTES CON IMPAGOS PREVIOS EN EL RESTO DEL CRÉDITO BANCARIO (a)

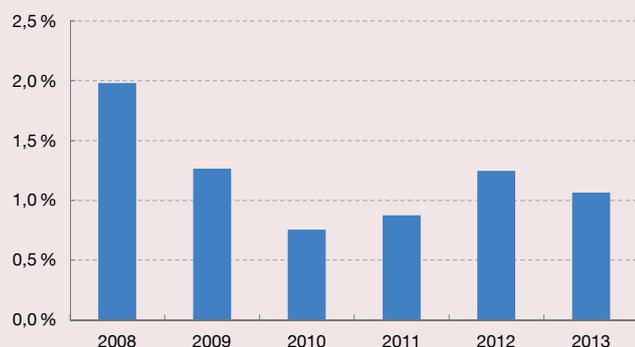
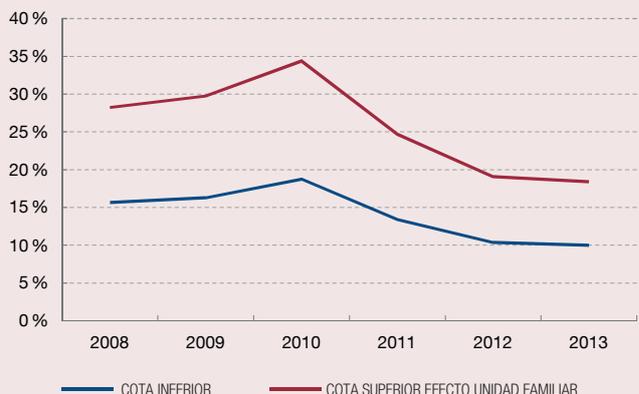


Gráfico 6  
PORCENTAJE DE IMPAGOS HIPOTECARIOS CON IMPAGOS PREVIOS EN EL RESTO DEL CRÉDITO BANCARIO (b)



FUENTE: Banco de España.

- Diferencia entre la probabilidad de impago del total de la cartera hipotecaria y la observada en la población de personas físicas con algún impago previo en el resto de sus préstamos bancarios en los dos años anteriores (medias ponderadas anuales obtenidas de su seguimiento mensual).
- Porcentaje de prestatarios personas físicas con impagos hipotecarios precedidos de algún impago en los 24 meses previos en otras formas de crédito bancario. La cota inferior se obtiene considerando a los prestatarios individualmente y la cota superior asumiendo que el impago previo de un prestatario precede a dos impagos hipotecarios (de media, las hipotecas cuentan con dos titulares correspondientes a los adultos de la unidad familiar).

- Este análisis sobre la CIRBE se efectúa a nivel de titular, estudiando aquellos que son personas físicas y considerando como exposiciones crediticias hipotecarias aquellas con presencia de garantía real y un plazo con duración mínima de cinco años, y como resto de exposiciones con personas físicas aquellas que no presentan estas características.
- La probabilidad de deterioro hipotecario para adquisición de vivienda en un mes determinado se estima como la frecuencia de entrada en estado dudoso (presencia de mora objetiva o clasificación como dudoso subjetivo) de los titulares que presentaban un estado normal en estos préstamos hipotecarios en los 24 meses previos. La presencia de deterioros previos en el resto de crédito bancario de cada titular se mide como la existencia de al menos una transición mensual de estado normal a dudoso en esos préstamos en los 24 meses previos.

**ENCADENAMIENTO DE IMPAGOS EN LOS PRÉSTAMOS A LOS HOGARES (cont.)**

oscilando entre 0,8 pp y 2 pp en el período considerado, pero es especialmente marcado en 2008-2009 y en 2012, coincidiendo con los períodos de máxima tensión financiera a escala europea. La presencia de deterioros previos en otro tipo de crédito bancario, en particular de consumo, aparece así como una clara señal de riesgo sobre la capacidad de repago de los préstamos hipotecarios.

El gráfico 6 muestra sin embargo como sólo un porcentaje limitado de los titulares persona física con deterioros en el crédito hipotecario presentan deterioros previos en otras formas de crédito bancario. Este porcentaje oscila entre el 10 % en 2013 y el 18,8 % en 2010. Al efectuar este análisis a nivel de titular en vez de a nivel de hogar, se podría infraestimar este porcentaje si los préstamos hipotecarios tuvieran más de un partícipe (de hecho, en media tienen dos) y sólo uno de ellos presentara un préstamo no hipotecario con deterioros previos. Bajo este supuesto, se puede calcular una cota superior del porcentaje de titulares con deterioros en préstamos hipotecarios condicionados por deterioros previos en el resto de préstamos.

Esta cota superior oscila entre el 18,4 % (en 2013) y 34,4 % (en 2010).

Ambos estudios coinciden en señalar que, hasta ahora, el impacto sobre el sector bancario de este encadenamiento de impagos y deterioros es moderado, ya que una minoría de familias (menos del 20 %) ha mantenido simultáneamente estos dos tipos de préstamos. En la medida en que el recurso al crédito al consumo se expanda entre la población española, un patrón que se observaba claramente hasta 2019, se puede esperar que la relevancia cuantitativa de los encadenamientos de impagos aumente dentro del sistema bancario. Estos estudios indican que, como consecuencia del *shock* introducido por el coronavirus, los impagos en crédito al consumo se producirán en una fase más temprana que en el crédito hipotecario para los hogares que combinan distintos productos de préstamo, y que el deterioro de rentas y empleo afectará adversamente a todo el conjunto del crédito hipotecario. La presencia de medidas mitigadoras como las moratorias públicas o privadas o el apoyo económico a hogares vulnerables puede moderar estos efectos.



# 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 situación del sector bancario español ante las severas perturbaciones adversas introducidas por la pandemia del Covid-19, así como la transmisión de estas a través de las interconexiones dentro del sistema financiero. Durante 2019, el sector bancario español continuó su proceso de desapalancamiento y mejora de la calidad crediticia, y aumentó ligeramente su solvencia. Por otra parte, disminuyó su rentabilidad, debido en parte a factores extraordinarios, manteniéndose en niveles bajos y por debajo del coste del capital. En este contexto, la irrupción de la pandemia del Covid-19 y las necesarias medidas de contención implementadas han afectado adversamente a las expectativas sobre el sector bancario, ya que cabe esperar que tengan un impacto negativo en la morosidad, presionando adicionalmente la rentabilidad a la baja. En este sentido, debe considerarse que las cuentas de resultados son menos holgadas que a principios de siglo, y que la morosidad es superior a la que existía antes de la crisis financiera global. Además, existe una significativa heterogeneidad entre entidades. El sector dispone de colchones de capital significativos para afrontar las pérdidas inesperadas asociadas a esta crisis, aunque no todas las entidades están en la misma situación, y, además, es esperable que las iniciativas tempranas de las distintas autoridades nacionales e internacionales amortigüen su impacto. En todo caso, es necesario monitorizar cuidadosamente la evolución del sector así como las interacciones de los distintos subsectores del sistema financiero, dada la existencia de interconexiones significativas entre segmentos y la expansión de la intermediación financiera no bancaria en los últimos años.

### 2.1 Las entidades de depósito

#### 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

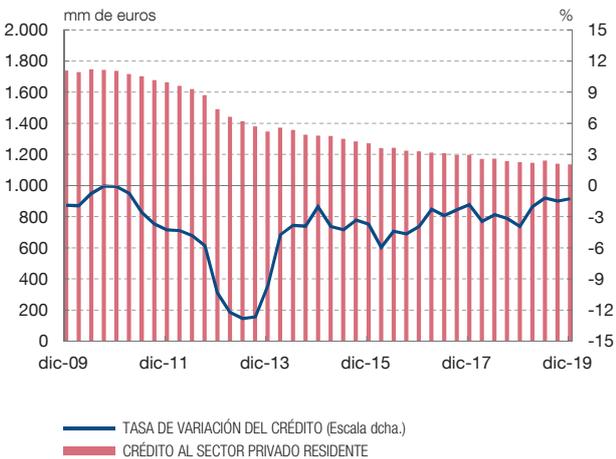
##### *Riesgo de crédito*

**En el año 2019, las entidades de depósito españolas continuaron reduciendo el volumen de crédito en sus balances.** El saldo vivo descendió en el último trimestre de 2019 en un 1,3 % en términos interanuales, moderando la caída respecto a los trimestres precedentes (véase gráfico 2.1). Por su parte, la tasa de variación de las nuevas operaciones de crédito con hogares y sociedades no financieras en los doce meses hasta diciembre de 2019 fue del 1,9 % frente al 15,5 % del diciembre del año anterior. A pesar de este menor crecimiento del crédito nuevo, el *stock* de crédito bancario a hogares moderó su caída, dado que se redujo la baja de balance de los préstamos ya existentes.

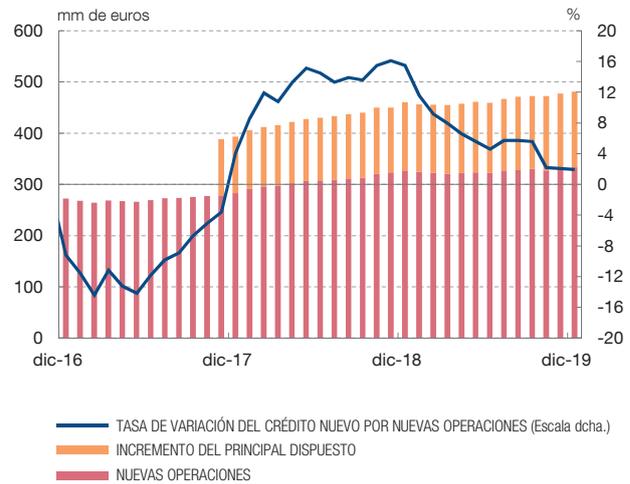
## LA CRISIS DEL CORONAVIRUS PUEDE REFORZAR LA TENDENCIA DECRECIENTE DEL CRÉDITO EN 2019, SI BIEN LOS PROGRAMAS DE APOYO MITIGAN EL EFECTO CONTRACTIVO

El crédito total concedido por las entidades de depósito al sector privado residente continuó reduciéndose en 2019, si bien a tasas inferiores a las observadas en trimestres anteriores. El crédito nuevo a hogares y sociedades no financieras creció también el último año a tasas más bajas en comparación con el año 2018. La crisis del coronavirus puede introducir *shocks* negativos en la oferta de crédito que refuercen la tendencia descendente, si bien ya se han adoptado medidas (Real Decreto-ley 8/2020) para mitigar ese efecto.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL  
Negocios en España, DI



2 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES Y TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL. HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)  
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

a Con anterioridad a 2017 no se disponía de información sobre el incremento de principal dispuesto de las operaciones ya existentes, por lo que el primer dato de esta serie, acumulada en doce meses, se representa en diciembre de dicho año. La tasa de variación que se muestra sólo hace referencia a las nuevas operaciones.

**El programa de avales a empresas aprobado en marzo de 2020 para mitigar el impacto de la crisis del coronavirus debería contribuir a que el crédito siga fluyendo al sector productivo.** El programa de avales facilitaría las operaciones a corto plazo que permitan a las empresas financiar los costes que deben afrontar en los meses inmediatos de cierre de la actividad, evitando también que los vencimientos de préstamos empresariales no se renueven y se produzca una caída marcada del crédito que agrave el impacto macro de la crisis del coronavirus. Una adecuada utilización del programa de avales debería hacer que el volumen de crédito a las empresas no financieras permaneciera relativamente estable a corto plazo, moderando la desaparición de empresas por falta de liquidez y preparando al tejido productivo para un pronto despegue cuando se puedan retirar las medidas de confinamiento. A este papel de estabilización de la economía que tienen las políticas públicas también debe contribuir el sector bancario, utilizando los colchones de capital disponibles (véase gráfico 2.13) para absorber las pérdidas inesperadas que surjan y proporcionando el flujo de financiación necesario para que este *shock* no tenga efectos duraderos.

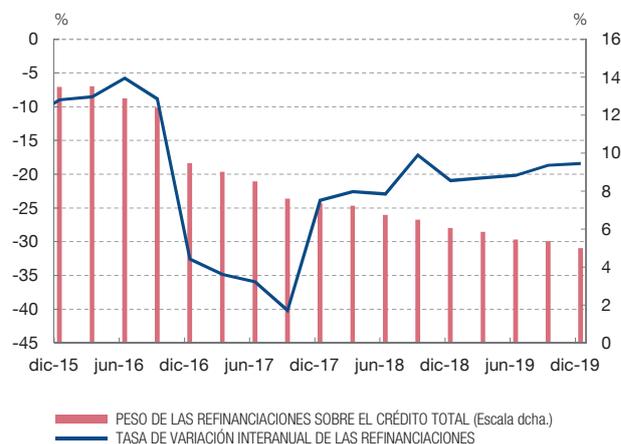
## LA RATIO DE DUDOSOS Y LAS REFINANCIACIONES, QUE HABÍAN CONTINUADO SU DESCENSO EN 2019, AUMENTARÁN A CONSECUENCIA DE LA PANDEMIA COVID-19

La ratio de dudosos continuó descendiendo hasta alcanzar el 4,8 % en diciembre de 2019. Por su parte, los créditos refinanciados siguieron también con su descenso, situándose el peso de estas operaciones sobre el total de crédito al sector privado residente en el 5 % en diciembre de 2019. Sin embargo, la presión adversa introducida por la crisis del coronavirus sobre la actividad económica, revertirá previsiblemente esta tendencia, llevando a un aumento de las ratios de morosidad y refinanciaciones, si bien las medidas de apoyo económico y en materia contable moderarán este efecto adverso.

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



2 REFINANCIACIONES DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE  
Negocios en España, DI



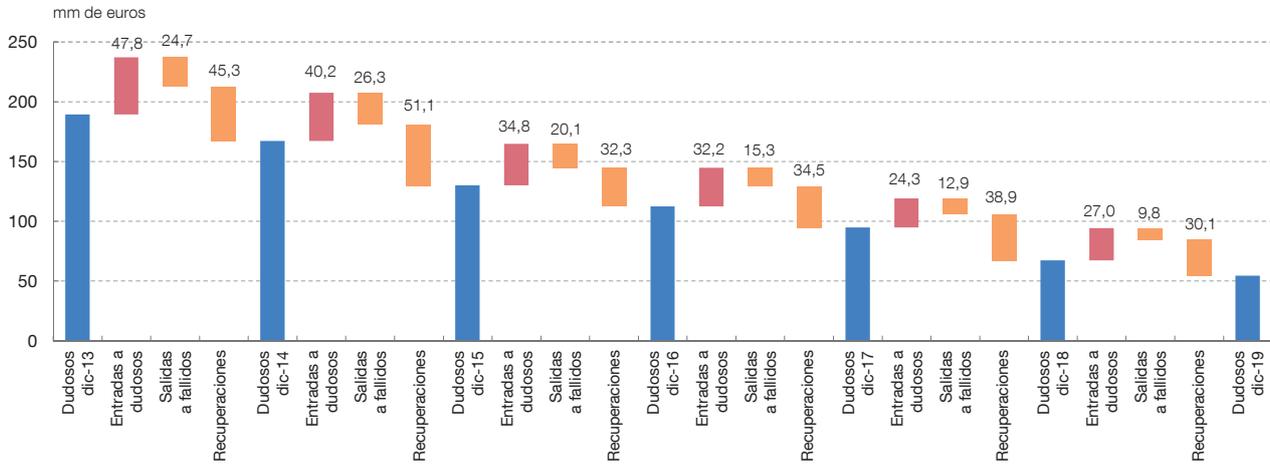
FUENTE: Banco de España.

**Aunque la ratio de dudosos y el volumen de refinanciaciones y reestructuraciones continuaron descendiendo en 2019, la expansión de la pandemia causará previsiblemente aumentos en estas ratios, que serán heterogéneos por entidades.** La disminución de la ratio de dudosos en el negocio en España alcanza los 9,2 pp desde el máximo observado en la primera mitad de 2014, situándose en el 4,8 % en diciembre de 2019 (véase gráfico 2.2). Existen diferencias significativas entre carteras en términos de morosidad, siendo esta relativamente más elevada en diciembre de 2019 en la cartera de empresas (6,3 %) que de hogares (4,1 %). En el caso de los hogares, es esperable un aumento más rápido de la morosidad en respuesta a la crisis actual en los préstamos al consumo, dado el elevado crecimiento que registró esta cartera en los últimos años y el comportamiento que tradicionalmente se ha observado en respuesta a este tipo de perturbaciones (véase recuadro 1.2). El peso de las refinanciaciones sobre el total de crédito alcanzó el 5 % en esa misma fecha, con un descenso de 9 pp desde finales de 2014. La crisis del coronavirus supondrá un cambio de tendencia en estas ratios, que, si se mantienen los estándares crediticios adecuados, debería tener una naturaleza transitoria. En este sentido, es muy importante que no se utilicen reglas automáticas para la clasificación contable de este tipo de operaciones (véase la respuesta prudencial en materia contable en la sección 3.2.3). En cualquier caso, el impacto de la crisis será heterogéneo entre entidades en función de su posición de

Gráfico 2.3

**DESDE 2013, LAS RECUPERACIONES Y LAS SALIDAS A FALLIDOS HAN EXCEDIDO DE FORMA CONSISTENTE EL FLUJO DE NUEVOS DUDOSOS, PERO LA ACTUAL CRISIS INVERTIRÁ ESA EVOLUCIÓN (a)**

En 2019, se incrementaron las entradas de créditos del sector privado residente en la categoría de dudosos (27 mm de euros en vez de los 24,3 mm de euros de 2018). Sin embargo, al igual que en años anteriores, las recuperaciones y las salidas a fallidos más que compensaron esta evolución, reduciendo el saldo de dudosos. La crisis del coronavirus invertirá esta tendencia, ya que contribuye significativamente a aumentar los impagos de hogares y empresas, y dificulta las recuperaciones y las ventas de activos fallidos.



FUENTE: Banco de España.

a Junto a las barras aparece el importe, en mm de euros, de cada flujo de entrada o salida de dudosos. 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.

partida en términos de calidad crediticia y su grado de exposición a los sectores y geografías más afectadas. Los activos adjudicados se redujeron también en más de 12 mm de euros en 2019 hasta un volumen aproximado de 30 mm de euros.

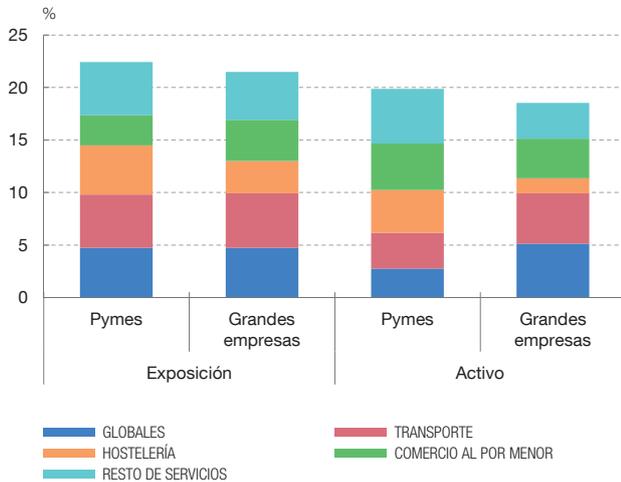
**Desde 2013, los flujos anuales de nuevos dudosos se han visto más que compensados por las recuperaciones y salidas a fallidos, pero la actual crisis revertirá este proceso de saneamiento.** Las entradas en dudoso aumentaron en cierta medida ya en 2019 (véase gráfico 2.3), pero la crisis pandémica hará que este flujo de entrada aumente adicionalmente. En este sentido, resulta crucial que las entidades mantengan unos adecuados estándares de concesión de los préstamos. En 2019, las recuperaciones y las salidas a fallidos siguieron compensando el incremento de los nuevos créditos dudosos, pero la crisis también dificultará mantener esta diferencia positiva, así como la liquidación de activos problemáticos a través de ventas de activos adjudicados y fallidos.

**La exposición de las entidades de depósito a sectores especialmente sensibles a la crisis del coronavirus se situaba en diciembre de 2019 en torno al 20 % del crédito a sociedades no financieras.** Los sectores manufactureros más dependientes de las cadenas globales de valor (con más de un 25 % de peso de las importaciones en sus consumos intermedios) y, por tanto, que más se pueden ver afectados por los efectos de la pandemia, representan aproximadamente un 5 %

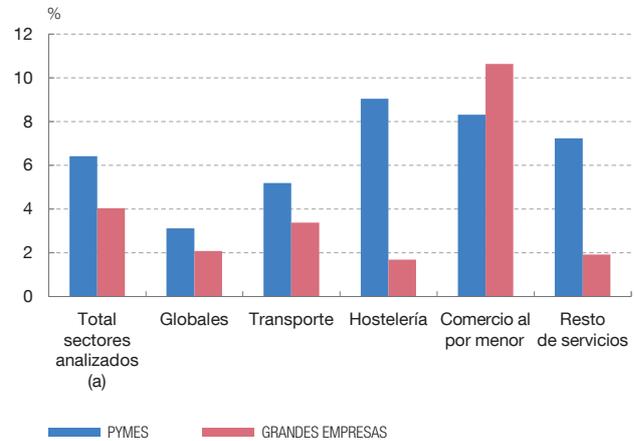
### DENTRO DE LOS SECTORES MÁS SENSIBLES AL IMPACTO INICIAL DE LA CRISIS, EL SECTOR SERVICIOS ES EL DE MAYOR PESO

Tanto para grandes empresas como para pymes, el porcentaje en diciembre de 2019 de las exposiciones de los sectores a priori más sensibles al impacto inicial de la crisis del coronavirus se situaba en torno al 20 % (sobre crédito bancario y sobre total activo), con un mayor peso de los servicios (peso del 15 %). La distribución entre sectores de la ratio de dudosos en diciembre de 2019 muestra una peor posición relativa de hostelería y comercio al por menor, y de pymes frente a grandes empresas.

1 EXPOSICIÓN CREDITICIA Y TOTAL ACTIVO



2 EXPOSICIÓN DUDOSA SOBRE EXPOSICIÓN TOTAL



FUENTE: Banco de España.

a El total de sectores analizados en este gráfico engloba a sectores manufactureros sensibles a las cadenas globales de valor (cuota de importación superior al 25 % en sus consumos intermedios) y a segmentos relevantes del sector servicios.

del crédito bancario a sociedades no financieras, mientras que los segmentos del sector servicios más afectados por las interrupciones físicas introducidas por las medidas para frenar el contagio (por ej. turismo, transporte) representaban más del 15 % (véase gráfico 2.4)<sup>1</sup>. Las ratios de dudosos de estos sectores aparecían generalmente contenidas en diciembre de 2019, si bien su nivel era relativamente elevado en algunos segmentos, tales como comercio al por menor y hostelería en créditos a pymes. Las diferencias en el grado de exposición a estos sectores son una fuente de heterogeneidad entre entidades de depósito en términos de impacto de la crisis del Covid-19 en la actividad y calidad crediticias.

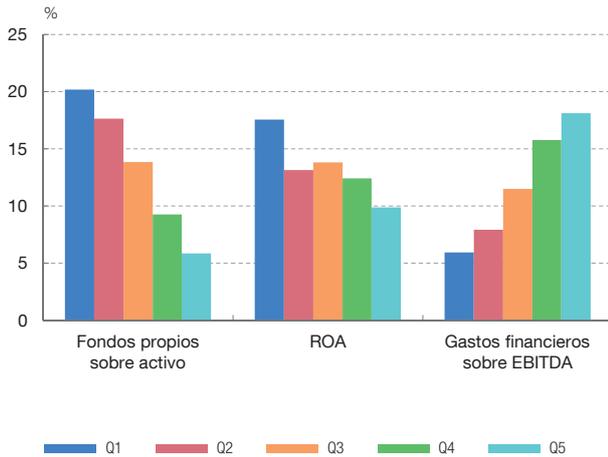
**El impacto adverso de la crisis del coronavirus sobre la mora de los préstamos a empresas será heterogéneo entre sectores, y también entre empresas, dependiendo de su situación financiera de partida.** Utilizando un modelo estadístico de la probabilidad de entrada en dudoso es posible simular la evolución futura de esta variable para las empresas no financieras ante un deterioro del entorno macrofinanciero. Las diferencias en rentabilidad, solvencia y carga de la deuda de

1 El patrón es comparable en pymes y grandes empresas, y también utilizando el activo total de estas empresas en la Central de Balances del Banco de España (CBBE) en vez del crédito bancario.

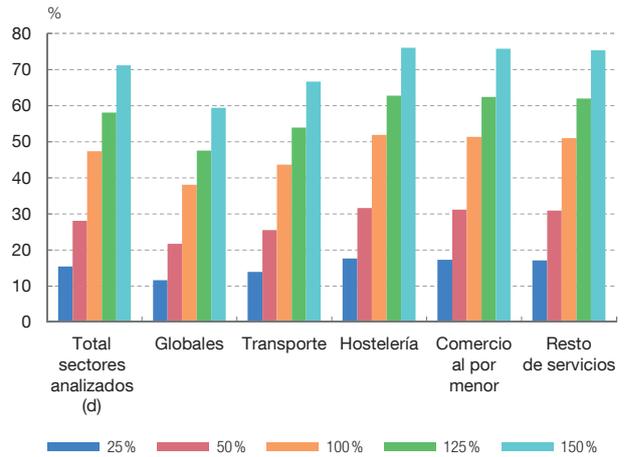
### LA CRISIS DEL CORONAVIRUS AUMENTARÁ LA TASA DE ENTRADA EN DUDOSO DE LAS EMPRESAS, VARIANDO ESTE INCREMENTO EN FUNCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA PREVIA Y SECTOR DE CADA EMPRESA, ASÍ COMO DEL GRADO DE DETERIORO MACROECONÓMICO

La aplicación de modelos estadísticos a la experiencia de la crisis financiera global muestra un impacto muy heterogéneo del deterioro de las condiciones macrofinancieras para empresas con niveles distintos de rentabilidad, solvencia y carga financiera. Las medidas económicas que contribuyan a soportar la situación financiera de las empresas pueden contribuir así a limitar el deterioro de su calidad crediticia. Las medidas pueden contener también el deterioro del conjunto de condiciones macrofinancieras, sobre el que pesa una elevada incertidumbre pero se espera que sea, en cualquier caso, muy significativo en 2020, lo que llevaría a un incremento significativo de las probabilidades de entrada en dudoso en los distintos sectores.

1 DISTRIBUCIÓN DEL INCREMENTO RELATIVO DE LA PROBABILIDAD DE ENTRADA EN DUDOSO EN FUNCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS (a) (b)



2 INCREMENTO RELATIVO DE PROBABILIDAD DE ENTRADA EN DUDOSO POR SECTORES (a) (c)



FUENTE: Banco de España.

- La probabilidad de entrada en dudoso se define en un año dado como la probabilidad de adquirir la calificación crediticia de dudoso (mora objetiva o dudoso subjetivo) para aquellas empresas que han mantenido la calificación de normal en los 12 meses previos.
- Para cada variable, se muestra la distribución de quintiles de empresas según el incremento relativo de la probabilidad de entrada en dudoso (definido como la variación de la probabilidad sobre la probabilidad media en condiciones sin estresar) ante un deterioro de las condiciones macro y de la situación financiera individual para un *shock* igual al 25 % del deterioro histórico entre 2007 y 2012. Las distribuciones se construyen en términos de posición inicial en la ratio financiera correspondiente. Es decir, el primer quintil de cada variable corresponde a aquellas empresas con menor ratio de fondos propios sobre activo, menor rentabilidad sobre activo y menores gastos financieros sobre EBITDA, respectivamente.
- Para los sectores de interés analizados, se presenta el incremento relativo (definido como la variación de la probabilidad sobre la probabilidad media en condiciones sin estresar) de la probabilidad de entrada en dudoso ante deterioros de las condiciones macro y de la situación financiera individual para *shocks* en un rango del 25 % - 150 % del deterioro histórico entre 2007 y 2012.
- El total de sectores analizados en este gráfico engloba a sectores manufactureros sensibles a las cadenas globales de valor (cuota de importación superior al 25 % en sus consumos intermedios) y a segmentos relevantes del sector servicios.

las sociedades no financieras implican un efecto diferenciado de la materialización de los riesgos macrofinancieras en la probabilidad de entrada en dudoso (véase gráfico 2.5). En consecuencia, el impacto sectorial de la crisis diferirá dependiendo no solo de la interrupción de la actividad que cause la misma en cada sector sino también de la situación financiera de partida de sus empresas (véase gráfico 2.5). Debido a la incertidumbre sobre las consecuencias últimas de la pandemia para el entorno macrofinanciero, se han simulado *shocks* de entre un 25 % y un 150 % del deterioro observado entre 2007 y 2012 durante la crisis financiera global, si bien no es posible actualmente una estimación suficientemente precisa del escenario más probable. La revisión de las estimaciones de crecimiento para España presentada en el capítulo 1

sugieren una calibración de los *shocks* más cercana al 100 % para 2020, lo que implicaría un deterioro muy marcado de las variables macro y las ratios financieras de las empresas, que se traduciría en elevados crecimientos en las probabilidades de entrada en dudoso, particularmente en ciertos segmentos del sector servicios.

**Las medidas económicas de apoyo al sector privado reducirán el impacto de la pandemia en la mora de los préstamos empresariales, tanto a través del apoyo directo a la situación financiera de las empresas como a través del estímulo macroeconómico.** Como ya se ha mencionado anteriormente, el programa de avales a empresas contribuirá a que estas puedan cubrir sus necesidades de liquidez, a lo que se une la moratoria en el pago de impuestos a las autoridades fiscales. Además, la posibilidad de utilizar la figura del ERTE también contribuye a evitar mayores deterioros de rentabilidad y solvencia en estos sectores. Igualmente, los programas de moratoria de préstamos para los hogares, la recepción de prestaciones por desempleo, el programa de apoyo a familias vulnerables, así como el subsidio para las familias sin prácticamente ingresos anunciado por el Gobierno para su próxima implementación, actuarán para apoyar la renta de los hogares. Estos programas no solo limitarán la entrada en mora de empresas y hogares sino que deberían permitir que la economía se recupere más rápidamente cuando sea posible levantar las medidas de confinamiento.

**La evaluación completa del impacto de la pandemia del Covid-19 en la exposición crediticia de las entidades de depósito españolas requiere tener en cuenta su actividad significativa en el extranjero.** Los activos financieros en el exterior (principalmente préstamos) se incrementaron en 2019 un 9,3 % en tasa interanual, superando el 50 % de los activos financieros consolidados. Por el contrario, los activos financieros de los negocios en España se redujeron un 1,8 %. Los préstamos en México y Brasil representaban un 4 % cada uno del total en diciembre de 2019, mientras que Estados Unidos y Reino Unido representaban respectivamente un 7 % y un 14 %. La reducción de la ratio de préstamos dudosos en el exterior ha sido generalizada en los últimos años (véase gráfico 2.6), salvo en Turquía. La expansión geográfica de la pandemia en las jurisdicciones con presencia significativa de las entidades de depósito españolas abre un canal de impacto adicional sobre estas. Muchos de estos países también están implementando políticas de apoyo a su tejido empresarial que deberían limitar el impacto de la crisis en el riesgo de impago, al igual que en España.

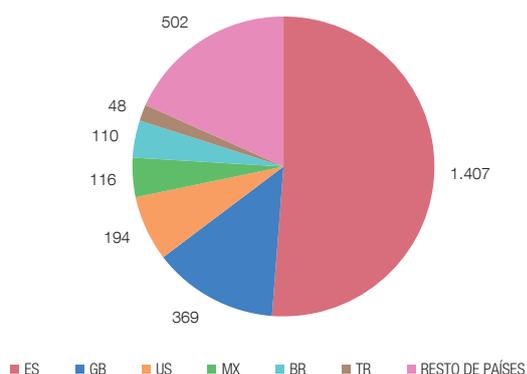
### *Condiciones de liquidez y financiación*

**El BCE ha adoptado medidas extraordinarias encaminadas a paliar el impacto de la pandemia.** Como ya se detalló en el capítulo 1, el Eurosistema ha ampliado sustancialmente su capacidad de inyectar liquidez directamente en el sistema financiero, potenciando su programa de compras de activos con la creación del

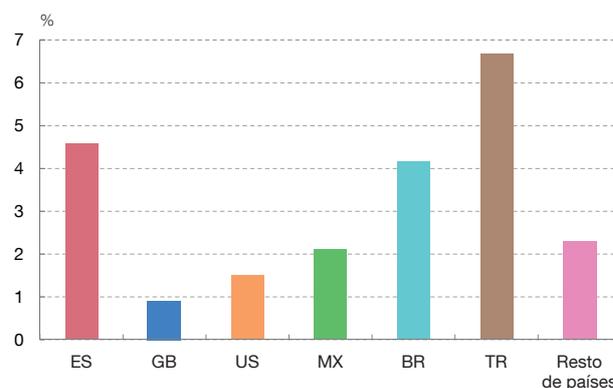
### LA MITAD DEL VOLUMEN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN 2019 CORRESPONDÍA A NEGOCIOS EN EL EXTRANJERO, CON UN PESO PREDOMINANTE DEL REINO UNIDO, ESTADOS UNIDOS Y LATINOAMÉRICA

Los préstamos en México (4 %) y Brasil (4 %), EE.UU. (7 %) y Reino Unido (14 %) representaban en diciembre de 2019, casi un tercio del total de los préstamos de las entidades de depósito españolas. El volumen de 1.407 mm de euros del negocio en España era aproximadamente la mitad de este total. Las exposiciones en el extranjero se concentran en las entidades de mayor tamaño. La ratio de dudosos en los préstamos en el exterior se situaba por debajo de la de los negocios en España, con la excepción de Turquía, donde alcanzaba el 6,7 %.

1 PRÉSTAMOS EN ESPAÑA Y EN EL EXTERIOR (a)  
Datos consolidados. Diciembre de 2019



2 RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS EN ESPAÑA Y EN EL EXTERIOR  
Datos consolidados. Diciembre de 2019



FUENTE: Banco de España.

a Volumen de préstamos en mm de euros.

nuevo programa de emergencia. Además, ha incrementado también la provisión de liquidez a las entidades mejorando las condiciones de las TLTRO III y mediante operaciones adicionales de financiación a largo plazo (LTRO), que consisten en subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, con un tipo de interés igual al tipo medio aplicable a la facilidad de depósito.

**Adicionalmente, el BCE ha ampliado sus líneas de swap de dólares en una acción coordinada con otros bancos centrales.** Estas líneas han visto reducido su coste<sup>2</sup> y aumentado su frecuencia, para atender la mayor demanda global de financiación en esta moneda. Este programa está coordinado con los bancos centrales de Canadá, Reino Unido, Japón, Estados Unidos y Suiza.

**La ampliación de los programas de compras y los volúmenes adjudicados en las operaciones de refinanciación han supuesto un aumento sustancial de la liquidez proporcionada por el Eurosistema.** El programa de compras ampliado (véase la descripción de los cambios en la política monetaria del BCE en el recuadro 1.1)

2 En concreto, el tipo de interés de estas operaciones se reduce hasta el tipo US OIS (US Dollar Overnight Interest Swap, por su denominación en inglés) más 25 pb.

ha supuesto que el balance del Eurosistema aumente significativamente desde el mes de marzo. La variación total de estos programas ha sido de 138 mm de euros, hasta alcanzar un total de 2.809 mm de euros a la fecha de cierre de este IEF, que representa el 53 % de su balance total. Lo mismo ha sucedido con la financiación neta obtenida por las entidades europeas derivada de las operaciones de refinanciación en euros. Ha aumentado en 230 mm de euros<sup>3</sup> hasta un total en balance de 893 mm de euros. Finalmente, a partir de la ampliación de sus líneas de *swap* de dólares el 18 de marzo<sup>4</sup>, se ha producido un aumento sustancial de la financiación en dólares a través de estas líneas. El saldo vivo acumulado al cierre de este IEF asciende a 133 mm de dólares en las operaciones a 84 días y 6 mm de dólares en las operaciones a 7 días para el conjunto de las entidades del Eurosistema (véase gráfico 2.7).

**El coste de financiación en dólares, reflejado en el *cross-currency basis* (CCB) *swap spread*<sup>5</sup> ha aumentado considerablemente durante el mes de marzo por una mayor demanda de liquidez de esta moneda.** La reacción de los inversores ante la pandemia ha sido una retirada masiva de los activos de riesgo y una huida hacia los activos más líquidos y monedas más seguras, en particular, el dólar (véase también sección 1.2 sobre este desarrollo en los mercados financieros). Así, el incremento sustancial de los importes solicitados ha sido acomodado por la mayor oferta de dólares proporcionada por los bancos centrales, contribuyendo a reducir las tensiones en el mercado de financiación en dólares. Estas líneas *swap* ya existían anteriormente, aunque las entidades habían hecho un uso limitado de ellas. Adicionalmente, el diferencial EURIBOR-OIS en Europa, aunque ha aumentado<sup>6</sup>, se mantiene en niveles muy inferiores al diferencial LIBOR-OIS<sup>7</sup> en Estados Unidos, lo que sugiere un menor tensionamiento en el mercado monetario en Europa (véase gráfico 2.7).

**El impacto de la incertidumbre en torno al coronavirus ha tenido un efecto moderado en los mercados monetarios en Europa, gracias a las medidas**

---

3 Esto es el resultado de los 257 mm de euros obtenidos a través de las subastas de las nuevas LTRO y de los 213 mm de euros de las operaciones TLTRO III (98 mm de euros en diciembre 2019 y 115 mm de euros en marzo de 2020, incremento que se explica por la mejora en sus condiciones), al tiempo que amortizaban anticipadamente una parte sustancial de sus obligaciones derivadas de las TLTRO-II (147 mm de euros en diciembre de 2019 y 93 mm de euros en marzo de 2020).

4 En ese día se asignaron 76 mm de dólares en las operaciones a 84 días y 36 mm en las operaciones a 7 días.

5 Se utiliza como referencia el *spread* del *cross-currency basis* (CCB) *swap* del USD frente al EURO, que mide la prima adicional pagada al prestamista por la contraparte que recibe dólares. En este tipo de operaciones se produce un acuerdo entre dos partes, la que obtiene dólares a cambio del mismo importe convertido a euros y debe pagar intereses según el tipo de referencia sobre el euro (generalmente Euribor), y la que ofrece dólares a cambio de recibir intereses (USD Libor). El CCB *spread* representa la prima (positiva o negativa) requerida por la contraparte que ofrece los dólares.

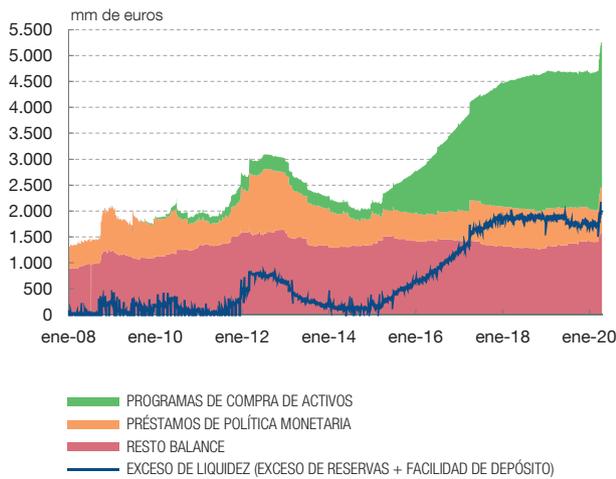
6 Desde el día 3 de abril se observa un aumento del diferencial EURIBOR-OIS que no parece estar relacionado con un aumento del riesgo de crédito de los bancos.

7 Diferenciales del EURIBOR-OIS (calculado sobre el €STR) y LIBOR-OIS (calculado sobre el EFFR, *Effective Federal Funds Rate*), ambos a 3 meses. Estos tipos de interés (EURIBOR y LIBOR) son utilizados habitualmente como indicadores de riesgo en el mercado interbancario y representan el tipo de referencia para los flujos efectuados en una operación de *swap*.

**LA REACCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES ANTE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS HA LOGRADO ESTABILIZAR LOS MERCADOS MONETARIOS. EN PARTICULAR, EL BCE HA ELEVADO LA LIQUIDEZ PROPORCIONADA A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y HA AMPLIADO SU PROGRAMA DE COMPRAS (a)**

El balance del BCE ha acelerado su expansión como consecuencia de las nuevas medidas de provisión de liquidez. El aumento de la demanda de dólares ha generado cierta escasez, que se ha traducido en repuntes de la tasa *swap* e inducido la intervención coordinada de los bancos centrales para mitigar este desarrollo. En el segmento garantizado del mercado monetario, se observa, como consecuencia de la intervención de los bancos centrales, una disminución de volúmenes. En el segmento no garantizado, se observa por el contrario un mayor volumen de depósitos institucionales en entidades bancarias. La reacción inicial a la crisis del Covid-19 creó un diferencial positivo entre el €STR y el tipo garantizado, pero este ha desaparecido conforme ambos tipos reversionan a sus niveles previos a la crisis. El aumento del Euribor se ha mantenido en las últimas semanas a pesar de las medidas adoptadas, indicando un cierto endurecimiento de las condiciones del mercado interbancario.

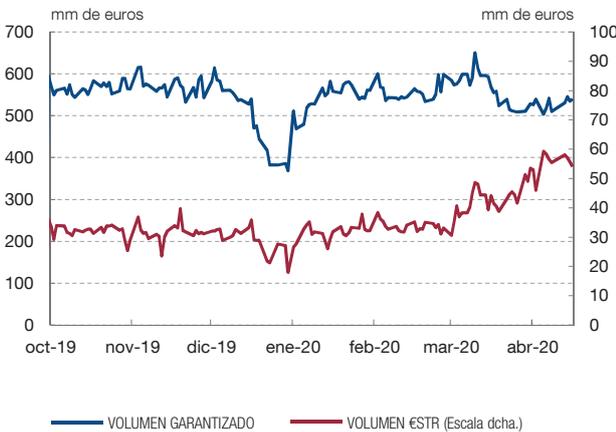
1 BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ



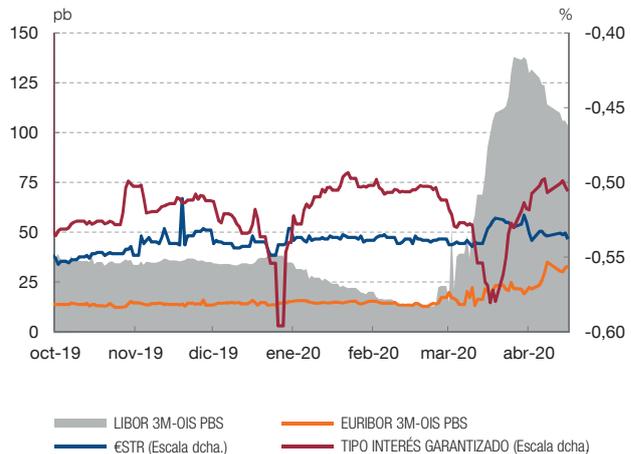
2 CROSS - CURRENCY BASIS SWAP E IMPORTES SOLICITADOS EN LAS LÍNEAS SWAP USD (b)



3 VOLUMENES NEGOCIADOS (SEGMENTO GARANTIZADO Y NO GARANTIZADO) (c)



4 TIPOS DE INTERÉS EN EL SEGMENTO GARANTIZADO Y NO GARANTIZADO



FUENTES: BCE, Bloomberg, Money Market Statistical Reporting (MMSR) y Banco de España.

- a Datos hasta el 17 de abril de 2020.
- b En este gráfico, se muestra el CCB (*cross currency basis*) spread con vencimiento de tres meses y los importes solicitados a través de las líneas *swap* en dólares con vencimiento de una semana (1-w) y 84 días (84-d).
- c Los volúmenes negociados en el mercado garantizado incluyen todas las transacciones que reportan los bancos a MMSR con el resto de contrapartidas y vencimiento a un día.

**adoptadas por el Eurosistema.** Es cierto que se ha observado un repunte del volumen de operaciones no garantizadas (€STR)<sup>8</sup> en el mes de marzo. En concreto, en la actualidad el volumen diario se encuentra en máximos, alrededor de los 58 mm de euros, muy por encima de la media de 30 mm de euros observada desde que se empezó a publicar el €STR. Por su parte, se produjo un repunte del tipo €STR, junto con una reducción en el tipo garantizado, generando un diferencial positivo entre ambos, que ya se habría corregido. Conviene señalar que las nuevas medidas introducidas por el Eurosistema para proporcionar liquidez en operaciones con colateral y la expansión de los programas de compra de activos podrían reducir el volumen de negociación en los mercados garantizados. El aumento del Euribor, desde niveles de mínimos históricos, se ha mantenido en las últimas semanas a pesar de las medidas adoptadas, indicando un cierto endurecimiento de las condiciones del mercado interbancario.

**Al inicio de 2020, el coste de los distintos instrumentos de pasivo se situaba en niveles muy reducidos para las entidades de depósito españolas, pero la crisis del Covid-19 también está afectando adversamente al segmento mayorista.** A nivel europeo, el coste de las cédulas hipotecarias y de la deuda senior disminuyó en 2019, mientras que el de la deuda subordinada computable como capital adicional de nivel 1 (Tier 1) se mantuvo estable, y el de la computable como capital de nivel 2 (Tier 2) aumentó (véase gráfico 2.8). En el caso de las entidades de depósito españolas, el entorno de bajos tipos de interés ha propiciado de 2014 a 2019 una reducción tanto del coste de los depósitos como de las emisiones de deuda. El incremento de la aversión al riesgo puede dificultar la emisión mayorista de instrumentos de pasivo, en particular de la deuda subordinada, e incrementar su coste. De hecho, la información del mercado secundario (véase gráfico 1.6) apunta a un encarecimiento claro de este tipo de financiación. Los mayores costes de emisión de este tipo de instrumentos pueden dificultar el cumplimiento de los requisitos de MREL en términos de cantidad de pasivos elegibles, si bien la Junta Única de Resolución (JUR) ha aclarado ya que va a adoptar un criterio prospectivo en la evaluación del cumplimiento de estos requisitos. Además, la intervención del BCE proporcionando liquidez y ampliando su programa de compras debería servir para amortiguar estos efectos negativos, en particular sobre los instrumentos de renta fija.

**La financiación captada por las entidades españolas en depósitos continuó aumentando durante 2019 y la crisis del Covid-19 hace que el previsible**

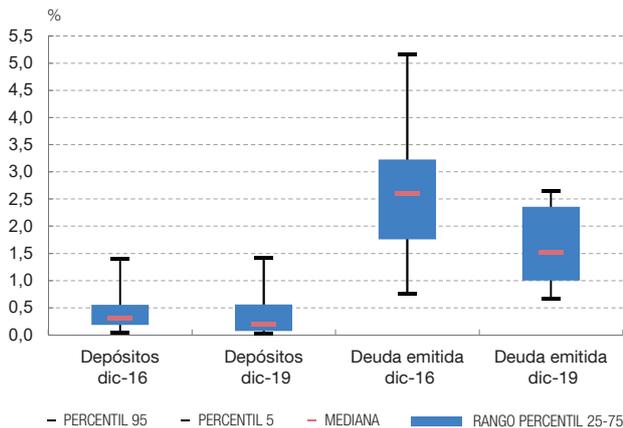
---

<sup>8</sup> Se refiere 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 como base la información proporcionada por las 52 entidades de la zona euro que reportan a MMSR. Se incluyen además de las operaciones con otros bancos, aquellas realizadas con otras instituciones financieras (tales como fondos de inversión, compañías de seguros o *Money Market Funds*, entre otras, ubicadas tanto dentro como fuera de la zona euro). Para mayor información, véase: [ECB Overview of the euro short-term rate](#).

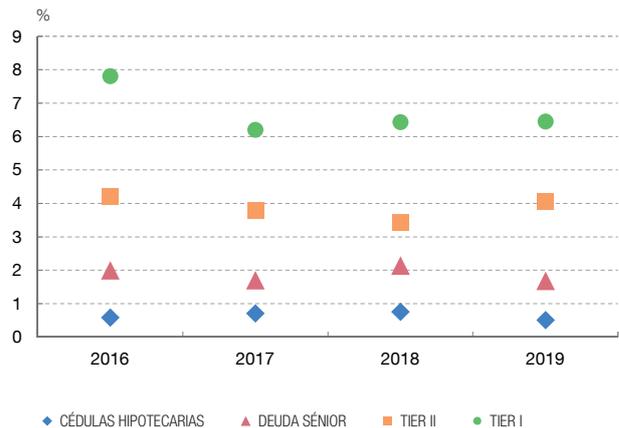
**LOS COSTES DE PASIVO AL INICIO DE 2020 ERAN MUY MODERADOS, PERO LA CRISIS DEL COVID-19 AFECTA ADVERSAMENTE AL SEGMENTO MAYORISTA, SI BIEN LAS POLÍTICAS DE LOS BANCOS CENTRALES LIMITAN LAS TENSIONES DE FINANCIACIÓN**

Las entidades de depósito afrontan la crisis del Covid-19 con tipos de depósito que parten de un nivel cercano a cero y tipos de valores de deuda con un nivel mediano del 1,5 %, aunque con cierta heterogeneidad entre entidades en esta última métrica. El coste de la deuda subordinada que cualifica como Tier 1 y Tier 2 presentaba una ligera tendencia al alza en 2019 y estos productos son más sensibles a las tensiones financieras introducidas por la pandemia del coronavirus, lo que puede elevar su coste e incluso dificultar su emisión en los próximos trimestres. La intervención de los bancos centrales ha prevenido hasta ahora tensiones severas de financiación.

1 TIPOS DE DEPÓSITOS Y VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA EMITIDA (a)  
Datos consolidados



2 COSTE MEDIO DE LAS EMISIONES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS



FUENTE: Banco de España.

a El gráfico muestra la dispersión en el tipo de interés de los depósitos para las entidades de depósito españolas, y en el tipo de interés de aquellas entidades con valores representativos de deuda emitidos.

**aumento de la tasa de ahorro de los hogares y la búsqueda de activos líquidos y de bajo riesgo sostengan su crecimiento.** El incremento del *stock* de depósitos en el último año ha sido del 2,6 % (muy superior al 0,9 % de 2018), y ha sido generalizado entre entidades. Los depósitos captados continúan siendo la principal fuente de financiación de los bancos españoles (78,2 % del total pasivo en diciembre de 2019). Destaca también el peso de los depósitos del sector privado (aproximadamente el 78 % de los depósitos totales en diciembre de 2019), con un crecimiento en el último año del 4,8 % (frente al 1,1 % en 2018). Los depósitos a la vista han aumentado su peso en los últimos años hasta situarse en diciembre de 2019 cerca el 65 % del total (muy por encima del entorno del 50 % en el que se situaban en diciembre de 2015), probablemente debido a que los tipos de interés de los depósitos a plazo se han situado prácticamente en cero por el entorno de bajos tipos de interés. Previsiblemente esta situación se mantendrá tras la irrupción de la crisis del Covid-19, en la medida en que la búsqueda de liquidez asociada a la pandemia genera un incentivo en los agentes económicos a la retirada de fondos de instrumentos financieros más arriesgados, y a aumentar sus depósitos en entidades de depósito, sosteniendo su volumen y limitando su rentabilidad. Además, cabe esperar que el efecto del aumento esperado en la tasa de ahorro de los hogares en

estas circunstancias se vea compensado por la utilización de la liquidez por las empresas para cubrir parte de los desfases entre ingresos y gastos que se produzcan. En cualquier caso, la incertidumbre asociada a la expansión del virus obliga a un seguimiento muy cercano de la evolución de la liquidez de las entidades.

## 2.1.2 Rentabilidad y solvencia

### *Rentabilidad*

**En el año 2019, el resultado neto consolidado del conjunto del sistema bancario español fue de alrededor de 19 mil millones de euros, un 13,1 % inferior al registrado en 2018.** Este descenso se tradujo en unas caídas de las rentabilidades sobre activos (ROA) y sobre patrimonio neto (ROE)<sup>9</sup>, que a su vez, se vieron amplificadas por la expansión, en el entorno del 2 %, de los activos totales medios (ATM) y del patrimonio neto medio. Así, el ROA se redujo 9 puntos básicos (pb), del 0,61 % de 2018 al 0,52 % de 2019, mientras que el ROE lo hizo en 1,2 pp, del 8,3 % al 7,1 % (véase recuadro 2.1). Los principales determinantes de este descenso fueron la reducción de los resultados de operaciones financieras (ROF), el aumento de los gastos de explotación, atribuible en buena medida a los gastos extraordinarios para reducir personal en algunas entidades, los ajustes procedentes del deterioro del fondo de comercio de las dos entidades con mayor actividad internacional —igualmente de carácter no recurrente—, y, por primera vez desde 2012, al aumento de las pérdidas por deterioro (véase anejo 2 y gráfico 2.9).

**La pandemia del coronavirus tendrá un impacto negativo sobre una ya modesta capacidad de generación de resultados por las entidades.** Como se ha analizado previamente, la crisis del coronavirus afectará adversamente al volumen de actividad económica y, por tanto, de crédito. Además, las pérdidas por deterioro aumentarán y el margen por intereses se deteriorará por el menor volumen de activos productivos. Estos efectos sobre la rentabilidad de los bancos se transmitirán de forma heterogénea a las entidades en función de su exposición a los sectores y geografías más afectadas por la pandemia. Igualmente, el ROF y los fondos de comercio pueden experimentar ajustes significativos. Finalmente, el entorno de tipos de interés bajos e incluso negativos se prolongará en el tiempo, limitando la capacidad de las entidades para elevar el margen de intereses.

**Sin embargo, las medidas económicas adoptadas para paliar la crisis del coronavirus, mitigarán, en alguna medida, su impacto negativo en la**

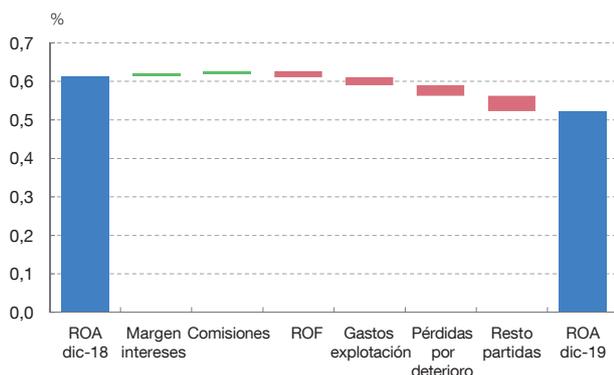
---

<sup>9</sup> A partir de este IEF se utilizan las definiciones de ROA y ROE contenidas en la guía metodológica de indicadores de riesgos publicada por la ABE: [EBA Methodological Guide on Risk Indicators and Detailed Risk Analysis Tools](#). La explicación de estas definiciones, junto con las diferencias respecto a las definiciones anteriormente utilizadas en el IEF, se analizan en detalle en el recuadro 2.1.

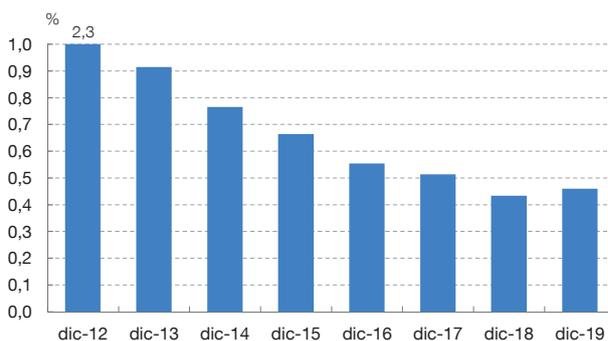
### LA RENTABILIDAD DEL SECTOR BANCARIO DESCENDIÓ EN 2019, Y LA CRISIS ASOCIADA AL COVID-19 LA PRESIONARÁ ADICIONALMENTE, EN PARTICULAR A TRAVÉS DE LA REDUCCIÓN DE VARIAS PARTIDAS DE INGRESOS Y DEL AUMENTO DE PÉRDIDAS POR DETERIORO

Pese al ligero aumento del margen de intereses y las comisiones, el descenso del ROF, el aumento de los gastos de explotación (afectado, en cierta medida, por reestructuraciones de plantilla) y de las pérdidas por deterioro, y el ajuste del fondo de comercio en dos entidades significativas, condujeron en 2019 a la caída de 9 pb en el ROA. Las pérdidas por deterioro de activos financieros aumentaron en 2019 por vez primera después de seis años de caída continuada. El severo impacto de la crisis del Covid-19 sobre la actividad económica global se traducirá previsiblemente en impactos adversos sobre los ingresos, afectados por la reducción de activos productivos, y las dotaciones por deterioro, condicionadas por el mayor coste del riesgo de crédito.

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



2 PÉRDIDAS POR DETERIORO DE ACTIVOS FINANCIEROS (EN % SOBRE ATM)  
Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2019 respecto a diciembre de 2018.

**rentabilidad de las entidades de depósito.** Este efecto mitigador actuará tanto a través del sostenimiento de la actividad macroeconómica, como ya se ha comentado en la sección 2.1.1, como a través de sus efectos directos sobre la cuenta de resultados. El programa de avales a empresas limita directamente las pérdidas por deterioro de los créditos avalados que presenten impagos, y reduce la probabilidad de éstos. El mantenimiento de tipos bajos y las moratorias sobre hipotecas pueden tener algún efecto negativo transitorio sobre los ingresos por intereses, que se vería compensado, al menos en parte, por la contención de los costes de pasivo, la limitación de los deterioros en el crédito a los hogares y la extensión de la vida de los préstamos. Las medidas microprudenciales y la respuesta prudencial en materia contable (véase sección 3.2) también contribuirían a moderar parte del efecto negativo sobre la rentabilidad.

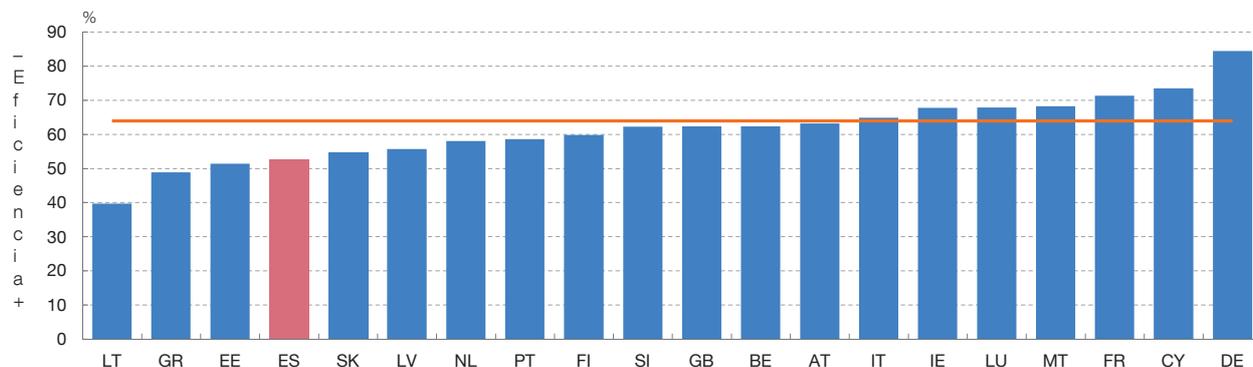
**La comparativa favorable de los bancos españoles en términos de ratio de eficiencia y rentabilidad con respecto a otros bancos europeos es una ventaja inicial con la que afrontar la crisis del coronavirus, si bien el nivel de rentabilidad es bajo en términos históricos tanto para bancos españoles, como para el resto de bancos europeos.** La rentabilidad de las principales entidades de depósito

Gráfico 2.10

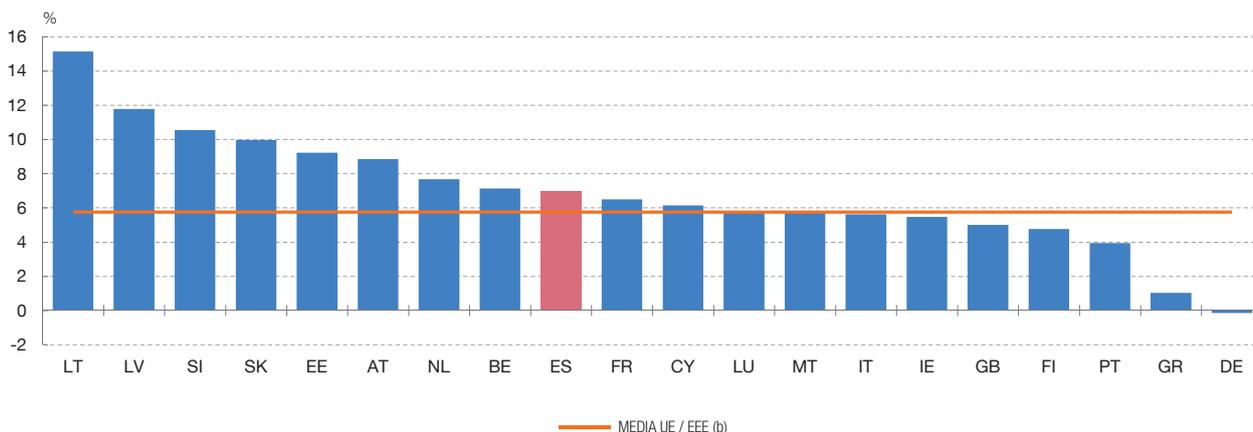
**LOS BANCOS ESPAÑOLES SON MÁS EFICIENTES Y RENTABLES QUE LA MEDIA EUROPEA, SI BIEN LA EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE ACTIVIDAD Y DETERIOROS SERÁ CLAVE PARA LA DINÁMICA DE ESTAS VARIABLES EN 2020**

La ratio de rentabilidad sobre patrimonio neto de las principales entidades de depósito españolas se sitúa en diciembre de 2019 por encima de la media europea (5,8 %) y de las principales economías de la UE. Por su parte, la ratio de eficiencia es de las más bajas (mejores) de la UE, situándose para España ligeramente por encima del 50 %. La crisis del Covid-19 afectará de forma adversa la rentabilidad de los bancos españoles y del resto de bancos europeos.

1 RATIO DE EFICIENCIA (a)  
Datos consolidados



2 RENTABILIDAD SOBRE PATRIMONIO NETO  
Datos consolidados



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a La ratio de eficiencia se define como el cociente entre los gastos de administración y amortización, y el resultado neto de explotación.
- b Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

españolas en 2019 continuaba situándose por encima de la media europea, y su ratio de eficiencia seguía estando entre las más bajas (mejores) de los bancos europeos (véase gráfico 2.10). Los bancos españoles presentan una ratio de rentabilidad sobre patrimonio neto superior a la de los bancos de los principales países europeos, según los datos publicados por la ABE en su último mapa de riesgos con datos referidos a diciembre de 2019<sup>10</sup>. Sin embargo, el descenso

10 Véase [Mapa de Riesgos ABE Diciembre 2019](#).

de la ratio de rentabilidad en el último año ha sido más acusado en los bancos españoles que en la media europea. En cualquier caso, es necesario tener en cuenta también que la rentabilidad del sector bancario español y del resto de bancos europeos se situaba en 2019 en niveles reducidos, todavía alejados de los niveles previos a la crisis y del coste estimado del capital, limitando la capacidad de generación orgánica de capital.

### Solvencia

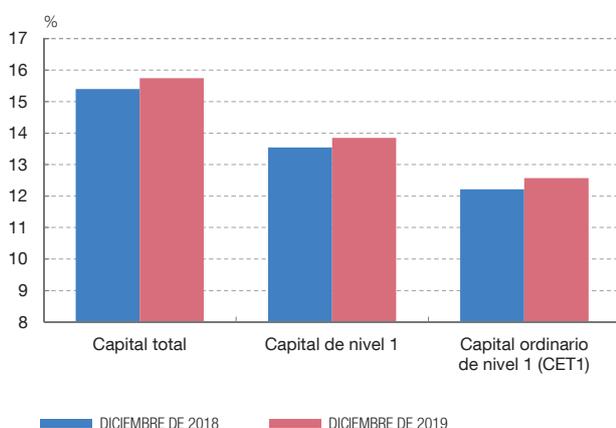
**La ratio de CET 1 se situaba a finales de 2019 en el 12,6 %, un nivel superior a los requisitos mínimos de Pilar 1.** La ratio de CET1 aumentó 35 puntos básicos en 2019 y, en la misma línea, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total también aumentaron en el último año, 30 y 35 puntos básicos, respectivamente, hasta situarse en el 13,8 % y 15,7 % en diciembre de 2019 (véase gráfico 2.11). Este incremento en las ratios de capital fue generalizado entre entidades. 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. De hecho, el crecimiento de las reservas es la causa principal del aumento de la ratio. Respecto a las deducciones, la mayor parte proceden del fondo de comercio y otros activos intangibles, partida que se ha reducido en 2019, contribuyendo así a aumentar el nivel de la ratio.

Gráfico 2.11

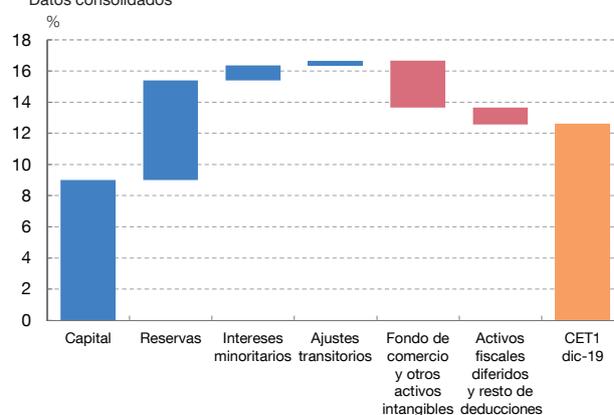
**LA SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES HA AUMENTADO DE FORMA SIGNIFICATIVA DESDE EL FINAL DE LA CRISIS FINANCIERA, SITUÁNDOSE LA RATIO DE CET1 EN EL 12,6 % EN DICIEMBRE DE 2019, TRAS HABER AUMENTADO EN 35 PB EN EL ÚLTIMO AÑO**

En la misma línea, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total aumentaron en magnitudes similares hasta el 13,8 % y 15,7 %, respectivamente. Por su parte, los instrumentos de capital y las reservas constituyen los principales componentes de la ratio de CET1, y en conjunto, representan más del 90 % de sus elementos computables.

1 RATIOS DE CAPITAL



2 COMPOSICIÓN DE LA RATIO DE CET1 (EN % SOBRE APR)  
Datos consolidados

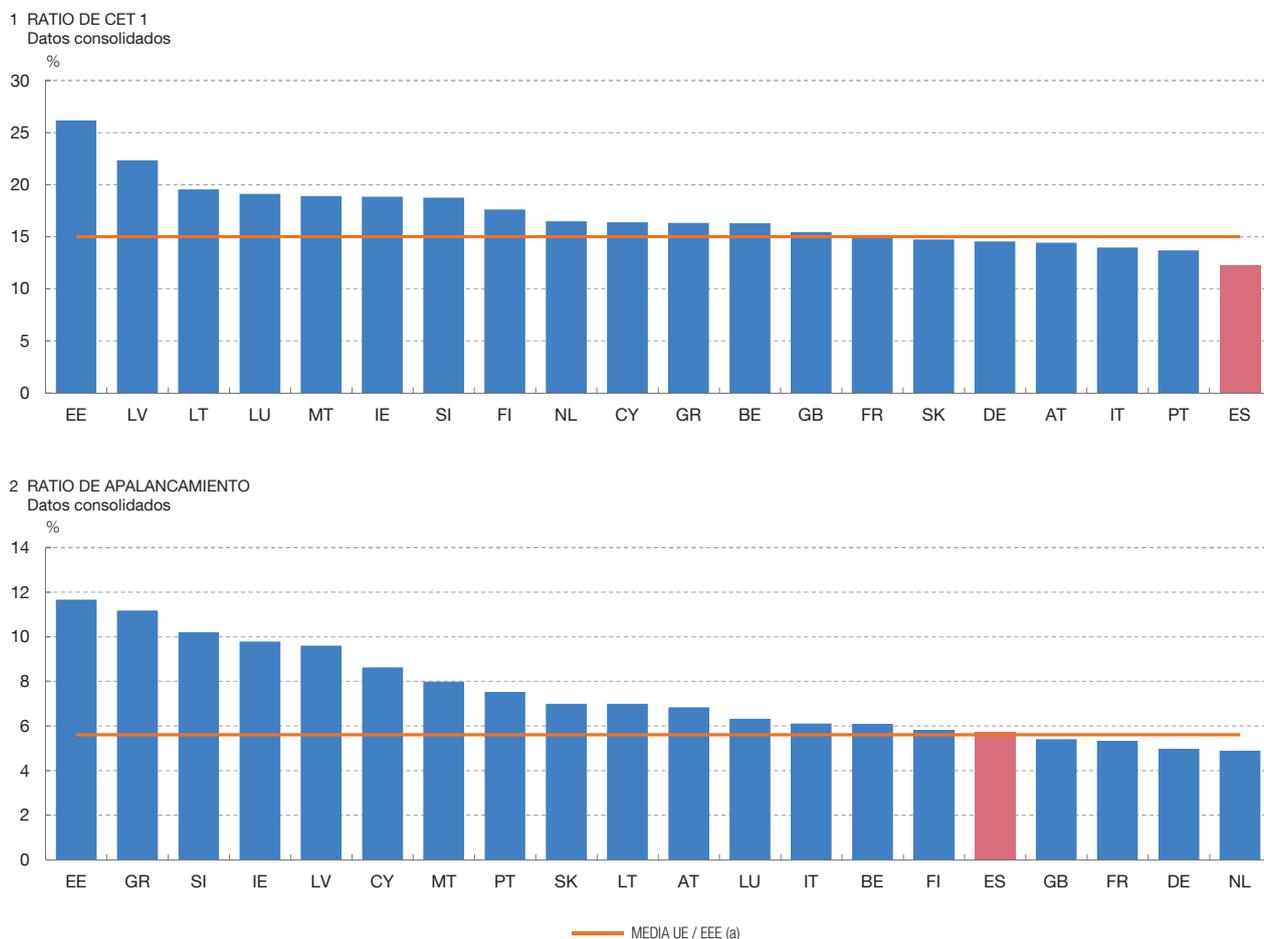


FUENTE: Banco de España.

Gráfico 2.12

**LAS RATIOS DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS SON LAS MÁS BAJAS DE LA UNIÓN EUROPEA, AUNQUE SU RATIO DE APALANCAMIENTO SE SITÚA POR DELANTE DE LA CORRESPONDIENTE A LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS**

La ratio de CET1 de las principales entidades de depósito españolas, con datos a diciembre de 2019 (últimos disponibles), se sitúa en el último lugar del *ranking* europeo, mientras que la ratio de apalancamiento se sitúa ligeramente por encima de la media europea, y por delante de los principales países de la UE. Esta diferencia de posición en ambos ratios se debe a que las ponderaciones por riesgo de activo de las entidades españolas son más elevadas, básicamente como consecuencia de una utilización más intensiva del método estándar. La ventaja en este tipo de situaciones es que el método estándar es mucho menos sensible al aumento del riesgo (y a su reducción) que el método IRB.



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a Los datos de la ABE incluyen a Islandia.

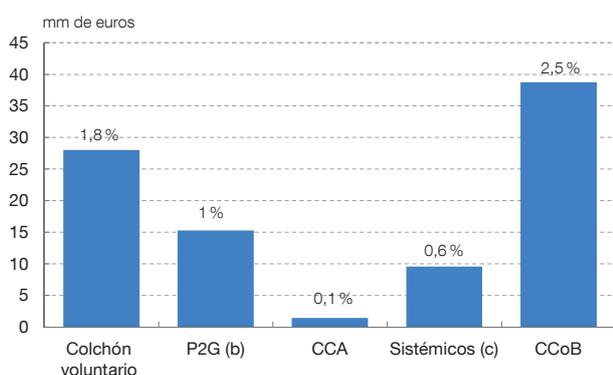
**A pesar del crecimiento de la ratio de CET1 en 2019, las entidades españolas se mantienen en niveles medios de esta ratio inferiores al resto de países europeos, mientras que su posición relativa en términos de la ratio de apalancamiento es mejor que la media europea.** A partir de los últimos datos publicados por la ABE en su mapa de riesgos a diciembre de 2019<sup>11</sup>, las entidades españolas presentaban el menor nivel de la ratio de CET1, 2,7 pp por debajo de la media europea (véase gráfico 2.12). Por su parte, la ratio de apalancamiento de los

11 Véase [Mapa](#) de Riesgos ABE Diciembre 2019.

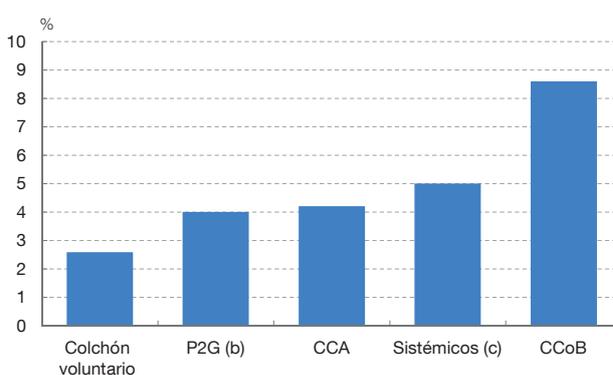
### LA LIBERACIÓN DE COLCHONES Y DEL CAPITAL VINCULADO A LAS RECOMENDACIONES DE PILAR 2 PROPORCIONA UN VOLUMEN SIGNIFICATIVO DE RECURSOS CON LOS QUE AFRONTAR LAS PÉRDIDAS INESPERADAS ASOCIADAS AL COVID-19

El colchón de conservación de capital es, con diferencia, el más relevante, mientras que el anticíclico representa un porcentaje mínimo sobre APR. La liberación de los colchones junto con el P2G, que es posible después de las medidas prudenciales adoptadas en la área del euro, sería suficiente para cubrir un aumento de la tasa de morosidad de 8,2 pp. El efecto de las moratorias y del programa de avales aprobado por el Gobierno incrementarían significativamente la morosidad que puede ser absorbida por estos colchones.

1 VOLUMEN Y PESO RELATIVO DE LOS COLCHONES SOBRE ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (a)  
Diciembre de 2019



2 PORCENTAJE ACUMULADO DE ACTIVOS POTENCIALMENTE DUDOSOS QUE PERMITIRÍA ABSORBER CADA COLCHÓN (d)  
Diciembre de 2019



FUENTE: Banco de España.

- a Encima de cada barra aparece el porcentaje que cada colchón representa sobre los activos ponderados por riesgo totales.
- b P2G se refiere a las recomendaciones de capital de pilar 2.
- c Esta partida incluye tanto el colchón para entidades sistémicas de importancia mundial como el colchón de otras entidades sistémicas.
- d Cada barra representa el porcentaje acumulado del crédito a diciembre de 2019 cuya entrada en dudoso podría ser cubierta por los diferentes colchones. Bajo las guías supervisoras actuales del BCE y las autoridades nacionales, los colchones voluntarios, anticíclico, sistémicos y de conservación, así como el capital vinculado a P2G, pueden ser liberados para la absorción de pérdidas, mientras los requisitos de P2R se mantienen, si bien se relajan las normas sobre su composición, con un menor peso requerido de capital CET1.

bancos españoles se situaba por delante de la de los bancos de los principales países europeos excepto Italia, y ligeramente por encima de la media europea. Uno de los factores que explican la posición relativa de las entidades españolas en el *ranking* de CET1 es su uso más extendido del método estándar. Además, en el caso de las carteras de empresas bajo este método, no se utilizan prácticamente las calificaciones crediticias de las agencias de *rating*. Estas decisiones metodológicas implican ponderaciones medias más altas pero menos sensibles a aumentos del riesgo y a los cambios de valoración de esas agencias externas, con lo que contribuirían a un menor deterioro relativo de la solvencia de las entidades españolas durante la pandemia.

**El colchón voluntario de CET1 del conjunto del sistema bancario español se situó en diciembre de 2019 en 28 mil millones de euros.** En diciembre de 2019, las entidades de depósito españolas disponían de 194,5 miles de millones de euros de CET1. A partir de este total, se puede calcular el colchón «voluntario» de CET1 (véase gráfico 2.13), que podría utilizarse para la absorción de pérdidas inesperadas asociadas, por ejemplo, a la crisis del coronavirus, para lo cual hay que detraer

del total de CET1, en primer lugar, los requerimientos de Pilar 1, que ascendían a 77 mm de euros en diciembre de 2019. En segundo lugar, hay que descontar los colchones macroprudenciales: el colchón de conservación de capital, (CCoB, 38,7 mm de euros); el colchón anticíclico (CCA, 1,4 mm de euros) y los colchones para las entidades sistémicas (9,5 mm de euros)<sup>12</sup>. Finalmente, se deben detraer los importes procedentes del Pilar 2, tanto los requerimientos (P2R, 24,5 mm de euros) como las recomendaciones (P2G, 15,3 mm de euros).

**Se estima que la liberación de colchones permitida por la respuesta prudencial a la crisis sería suficiente para cubrir un aumento de la tasa de morosidad de alrededor de 8,2 pp, que se eleva significativamente cuando se añade el efecto positivo de las moratorias y del programa de avales a empresas comprometido por el Gobierno, que, además, contribuye a reducir los APR.** En el gráfico 2.13 se presenta el porcentaje de activos ponderados por riesgo y de activos potencialmente dudosos que cubre cada uno de los colchones que pueden ser utilizados de acuerdo con la reacción supervisora a la crisis del Covid-19 (véase sección 3.2 para una descripción de la respuesta prudencial a la expansión de la pandemia). El colchón de conservación (2,5 %) y el colchón voluntario (1,8 %) representan el mayor porcentaje de activos ponderados por riesgo<sup>13</sup>. La suma de todos estos recursos de capital podría cubrir un volumen de pérdidas equivalente a casi dos veces el volumen actual de crédito dudoso en el sistema, esto es, aproximadamente el 8,2 % del total de crédito bancario actualmente. Si a esto se añaden las moratorias sobre préstamos y el programa de avales del Gobierno, la capacidad de absorción de mora del sistema bancario aumenta significativamente. La parte garantizada de los préstamos acogidos a este último programa recibiría también una ponderación al riesgo del 0 %, correspondiente al riesgo del soberano de España, al sustituir éste como garante al avalado en la medición del riesgo de crédito. Esto redundaría en una reducción de APR que, automáticamente, elevaría los ratios de solvencia. Este margen adicional puede ser necesario también para afrontar pérdidas inesperadas en otro tipo de activos, como los adjudicados.

**La experiencia previa muestra que la utilización de colchones durante periodos de crisis puede tener un efecto significativo en el sostenimiento del flujo de crédito.** Si bien las denominadas provisiones dinámicas en vigor en España desde 2000 a 2016 no tienen la misma naturaleza legal que los colchones de capital, estando sujetos a diferentes normas y objetivos, constituyen un referente para informar sobre el efecto de la disponibilidad de recursos de absorción de pérdidas en periodos

---

12 Los colchones sistémicos incluyen el colchón de entidades sistémicas de importancia mundial (EISM), que ascendía a 6 mm de euros para la única entidad española en dicha categoría, y los colchones de otras entidades de importancia sistémica (OEIS), que ascendían a 3,5 mm de euros para las otras cuatro entidades españolas identificadas en dicha categoría.

13 Los requerimientos de Pilar 2 representan recursos de absorción adicionales iguales al 1,6 % de los APR. La respuesta microprudencial al Covid-19 no contempla la reducción del capital vinculado a estos requerimientos, pero sí que flexibiliza las normas sobre su composición, permitiendo un menor peso del capital CET1.

de crisis. El impacto de estas provisiones ha sido estudiado desde su introducción hasta su liberación en la crisis financiera de 2008<sup>14</sup>. Durante la crisis financiera de 2008, las entidades de depósito que habían acumulado un mayor colchón de provisiones redujeron menos el crédito que el resto, lo que tuvo efectos reales positivos entre sus acreditados, como fue el hecho de que cerrasen muchas menos empresas (hasta un 50 % menos) que entre las empresas financiadas por entidades que no tenían colchón<sup>15</sup>. El capítulo 3 analiza también el efecto macroeconómico de la acumulación y liberación de los colchones de capital.

**El análisis de la capacidad de resistencia del sector bancario ante escenarios macrofinancieros adversos muestra también que los elementos de absorción de pérdidas limitan un deterioro rápido de la solvencia, si bien es necesario vigilar su evolución si esta situación de deterioro persiste en el tiempo.** Si bien la alta incertidumbre sobre el escenario macroeconómico, con un efecto muy elevado en el PIB que se concentra en el año 2020 pero que anticipa una cierta recuperación en el año posterior, y la propia disponibilidad de datos al cierre de este IEF, dificultan una cuantificación exacta del impacto de la crisis del Covid-19, la experiencia previa en varios ejercicios de estrés y los análisis preliminares proporcionan una guía útil, aunque la magnitud de la perturbación no tiene precedentes cercanos. La mejora de la calidad de los balances y la acumulación de capital de los últimos años han aumentado progresivamente la capacidad de resistencia frente a escenarios de mayor severidad. Por otra parte, la experiencia con los escenarios de estrés muestra que los periodos de tensión con recuperaciones rápidas no implican deterioros muy marcados de la solvencia agregada del sistema bancario. Las consecuencias de escenarios macrofinancieros adversos que se prolongan durante varios años sí que pueden deteriorar significativamente la solvencia agregada, pero los elementos de absorción hacen que esta erosión del capital no sea inmediata, proporcionando el necesario margen de reacción para la respuesta de la política económica, que debería ser, en cualquier caso, rápida y contundente.

**De todas formas, es necesario tener en cuenta también que es esperable una evolución heterogénea de la solvencia para distintas entidades.** Además, aquellas que presenten una peor situación de partida en términos de solvencia y calidad crediticia pueden alcanzar niveles de solvencia significativamente inferiores. En la crisis actual, la dimensión geográfica y sectorial es más relevante que en los ejercicios de resistencia de años previos, siendo esperable un mayor deterioro de la solvencia para aquellas entidades más expuestas a las áreas y sectores de actividad económica más afectados por la pandemia.

---

14 Véase Jiménez *et al.* (2017).

15 Su introducción en el año 2000 provocó que los bancos más afectados por este nuevo requisito redujeran su oferta de crédito, sobre todo entre empresas con mejor perfil de riesgo. Sin embargo, esto no produjo un efecto agregado contractivo dado que las empresas inicialmente restringidas fueron capaces de encontrar nuevos financiadores dada la situación económica favorable en la que se introdujo la provisión. Esta dinámica de introducción no tiene la misma relevancia que la liberación para la coyuntura de crisis actual.

### 2.1.3 Evolución de los riesgos operacionales

**La crisis del coronavirus ha incrementado de forma significativa los riesgos operativos, debido al establecimiento de medidas urgentes de continuidad de negocio.** La naturaleza disruptiva de la pandemia del coronavirus y las necesarias medidas de contención aplicadas han obligado a implantar soluciones de emergencia como la extensión generalizada del teletrabajo, que no estaban necesariamente contempladas en los planes de contingencia existentes, y que plantean riesgos para el funcionamiento de entidades individuales y de los mercados financieros. Hasta ahora, las soluciones aplicadas han sido efectivas y tanto entidades de crédito como mercados financieros han mantenido un funcionamiento correcto, en particular las ECC (entidades de contrapartida central), pero es necesario extender los planes de contingencia ante los posibles eventos operativos extremos que plantea esta crisis. En particular, la implementación de soluciones tecnológicas urgentes, puede haber incrementado la vulnerabilidad de la infraestructura tecnológica ante ataques maliciosos y es necesario extremar la vigilancia ante los *ciberriesgos*<sup>16</sup>. La creciente complejidad de los sistemas de información utilizados por las entidades financieras puede acrecentar la vulnerabilidad en este contexto.

**Las entidades de crédito españolas han puesto en marcha un operativo específico con el objetivo de adaptarse a la nueva situación derivada de la crisis sanitaria y asegurar la continuidad de su negocio.** El esfuerzo de las entidades ha sido elevado en todos los casos, aunque la complejidad de las medidas adoptadas ha variado en función del tamaño, tipo de negocio y características propias de cada entidad. Las entidades han aplicado el teletrabajo para la mayoría del personal en servicios centrales (cifras cercanas al 100 %) y se han identificado servicios críticos y unidades operativas relevantes separando al personal en localizaciones distintas. Las entidades han mantenido operativa su red de oficinas, si bien el número de empleados asociados a éstas y que realizan teletrabajo ha ido aumentando hasta el entorno del 50 %, permaneciendo en todo caso un número suficiente para dar atención presencial a la clientela. Por otro lado, se ha reforzado la capacidad de servicio *on-line* y la recarga de cajeros, a la vez que se han revisado los sistemas de seguridad con el objetivo de minimizar posibles ciberataques.

**En las semanas previas a la expansión de la pandemia, se publicaron resoluciones judiciales relevantes que afectan a las expectativas de costes legales de las entidades de depósito españolas.** Por una parte, el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) resolvió el 3 de marzo de 2020 la cuestión prejudicial planteada sobre el uso del Índice de Referencia de los Préstamos

---

<sup>16</sup> Véase la sección 2.1.4 del IEF Otoño 2019 para una descripción general de los ciberriesgos sobre el sistema financiero.

Hipotecarios (IRPH) en contratos hipotecarios. Por otra, el Tribunal Supremo (TS) de España dictó sentencia sobre la naturaleza usuraria de ciertos contratos de tarjetas *revolving*.

**La sentencia del TJUE de 3 de marzo de 2020, sobre la cuestión prejudicial relativa al posible carácter abusivo de las cláusulas de interés variable referenciadas al índice IRPH incorporadas a contratos de crédito hipotecario, ha aportado criterios que ayudan a clarificar la situación relativa a los litigios sobre las mismas.** El TJUE establece que la cláusula IRPH está comprendida en el ámbito de aplicación de la Directiva 93/13 y, en consecuencia, el carácter potencialmente abusivo de esta cláusula contractual puede ser objeto de control jurisdiccional por parte de los tribunales nacionales. Para llevar a cabo ese análisis, la sentencia entiende que los jueces nacionales deberían comprobar no sólo la comprensión de la cláusula por parte del cliente, sino también que el consumidor medio esté en condiciones de comprender el funcionamiento concreto del modo de cálculo de dicho tipo de interés y de valorar sus consecuencias económicas. En este sentido, el TJUE proporciona una pauta clara a los tribunales españoles al señalar que constituyen elementos relevantes para esa valoración, por un lado, el hecho de que los principales elementos para el cálculo del IRPH figurasen publicados en el BOE, lo que facilita que un cliente razonablemente informado puede valorar la cláusula y, por otro, el hecho de que, según la normativa nacional entonces vigente, las entidades estuvieran obligadas a informar a los consumidores de cuál había sido la evolución del IRPH durante los dos años naturales anteriores a la celebración del contrato.

**Es destacable que el uso de un índice legal como sustitutivo del IRPH es señalado por el TJUE como compatible con el derecho europeo.** El TJUE concluye que, en caso de declaración de nulidad de la cláusula IRPH por parte del juez nacional, si este considera que el contrato no podría subsistir sin dicha cláusula y que ello podría perjudicar al consumidor, a falta de acuerdo entre las partes, podría sustituir el IRPH de la cláusula anulada por otro índice supletorio previsto en la normativa nacional (el TJUE menciona expresamente el índice previsto en la disposición adicional decimoquinta de Ley 14/2013, de 27 de septiembre). Esta indicación es relevante para valorar las expectativas de eventuales costes para las entidades, ya que limitaría en gran medida su cuantía en caso de que las cláusulas referidas al IRPH fueran declaradas nulas. Estos elementos reducen la incertidumbre asociada a este evento, al disminuir la probabilidad de los escenarios más adversos para las entidades de depósito, en términos de costes, vinculados a litigios por cláusulas IRPH.

**Por su parte, la sentencia 149/2020 de 4 de marzo de 2020 del Tribunal Supremo (TS) relativo a la nulidad de un contrato de crédito *revolving* por considerar usurario el interés remuneratorio, aumenta la probabilidad del número de litigios esperados asociados a estos contratos y puede obligar a revisar el modelo de negocio de algunas entidades.** Hay que tener en cuenta, sin embargo,

que la exposición crediticia potencialmente afectada por los mismos es muy inferior a la relacionada con las cláusulas IRPH. En diciembre de 2019, las entidades de depósito españolas presentaban una exposición a productos de tarjetas de crédito de alrededor de 14.000 millones de euros, siendo las tarjetas *revolving* sólo un subconjunto de este total. Es importante destacar que el criterio aplicado en la sentencia del TS para determinar el carácter usurario del contrato evaluado se basa en la comparación del tipo aplicado en el mismo (27,2 %) con la media en el sistema para los productos de tarjeta de crédito (20 %), ya que constituye un referente para futuros litigios.

## 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

### 2.2.1 Sector financiero no bancario

**Una evaluación exhaustiva de las implicaciones financieras de la extensión de la pandemia del coronavirus requiere considerar también el sector financiero no bancario, que representaba en diciembre de 2019 un 34 % del total activo de los intermediarios financieros.** El gráfico 2.14 muestra que el peso de los otros intermediarios financieros no bancarios (13,9 %) en España, que incluye entre otras entidades a los establecimientos financieros de crédito, es superior al de las compañías de seguros (8,3 %), los fondos de inversión (8,3 %) y los fondos de pensiones (3,8 %). Sin embargo, son estos tres sectores los que han crecido con más intensidad desde 2014 en el entorno de tipos de interés bajos. En particular, el subsector de fondos de inversión es el único con un crecimiento acumulado superior al del PIB nominal. En el otro extremo, el subsector bancario (-10 %) y otros intermediarios financieros (-20 %) han continuado reduciendo su peso en el total del activo. El gran desarrollo global del sector financiero no bancario durante la última década ha llevado, de hecho, a que los organismos reguladores nacionales e internacionales incorporen en sus análisis diferentes aspectos de esta área del sistema financiero<sup>17</sup> (el recuadro 2.2 resume el último informe del Financial Stability Board, FSB, sobre esta cuestión).

#### *Establecimientos financieros de crédito*

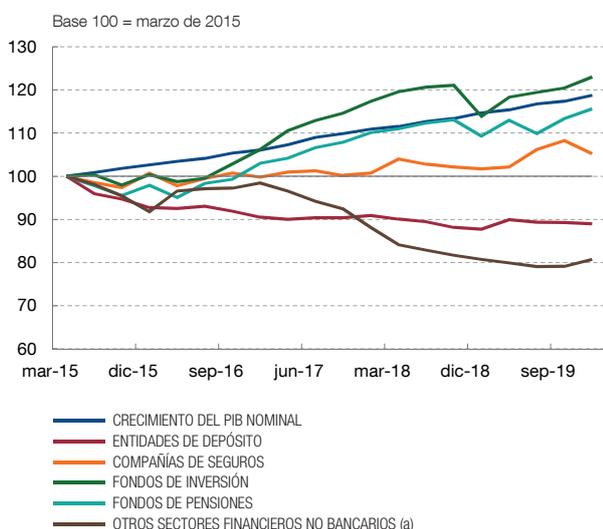
**El crédito otorgado por los establecimientos financieros de crédito (EFC) continuó aumentando en 2019, apoyado en la expansión del crédito al consumo, presentando así un modelo de crecimiento vulnerable a la perturbación del coronavirus.** Los préstamos otorgados por los establecimientos financieros de

17 Véase, por ejemplo, IMF (2016). *Monetary policy and the rise of nonbank finance. Global Financial Stability Report*, Octubre 2016, capítulo 2. Véanse los IEF de primavera y otoño 2019 para una visión de la evolución de los distintos sectores financieros residentes en las últimas décadas y de sus interconexiones, directas e indirectas.

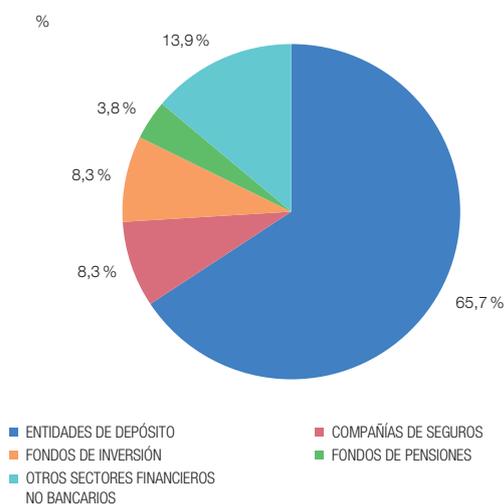
## EL CRECIMIENTO Y EL PESO RELATIVO DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS HACEN NECESARIO CONSIDERARLOS PARA UN ANÁLISIS COMPLETO DE LOS EFECTOS DE LA CRISIS DEL CORONAVIRUS

Desde 2014, el crecimiento acumulado de los sectores financieros no bancarios más destacados (compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones) ha sido comparable al del PIB nominal mientras que las entidades de depósito (-10 %) y otros sectores financieros (-20 %) han visto reducido su activo financiero de forma significativa. Como consecuencia, el peso relativo del sector financiero no bancario ha aumentado moderadamente, creciendo dentro de este el peso relativo de los fondos de inversión.

1 CRECIMIENTO RELATIVO DE SUBSECTORES FINANCIEROS. 2014-2019



2 PESO RELATIVO DE SUBSECTORES FINANCIEROS. DICIEMBRE 2019 (b)



FUENTE: Cuentas financieras de la economía española (Banco de España).

- a Otros sectores financieros no bancarios incluye: auxiliares financieros, instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, establecimientos financieros de crédito y otros intermediarios financieros.  
b Porcentaje sobre los activos financieros totales excluyendo bancos centrales.

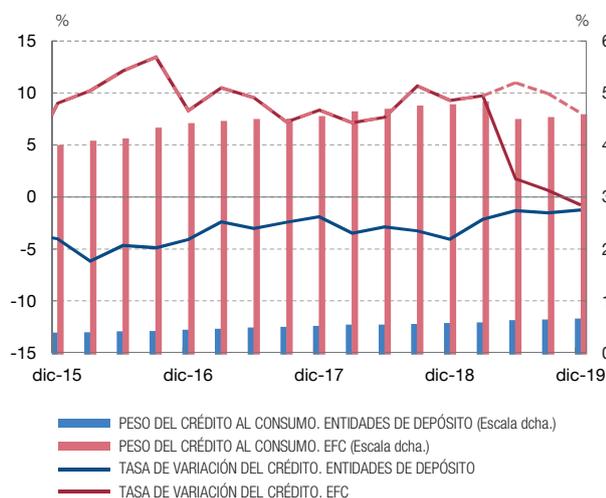
crédito ha mostrado tasas de variación elevadas desde 2015 (véase gráfico 2.15), en contraste con la reducción del crédito de las entidades de depósito. En concreto, teniendo en cuenta exclusivamente el conjunto de entidades clasificadas como EFC en diciembre de 2019, el crédito aumentó un 8,1 % con respecto al año anterior. Desde 2015, el peso del segmento de consumo se ha mantenido por encima del 40 % del total para este sector, mientras éste se mantenía en torno al 6 % para las entidades de depósito en España.

**El elevado crecimiento del crédito ha permitido a los EFC mantener una ratio de dudosos en el crédito al consumo más reducida que las entidades de depósito, pero cabe esperar que la crisis del coronavirus presione al alza esta ratio.** Los dudosos del crédito al consumo en los EFC se han incrementado en los últimos años, por lo que las ratios de morosidad de estas entidades se han acercado a las de las entidades de depósito. Si la crisis del coronavirus frena el crecimiento del denominador, como parece probable, es esperable un incremento de esta ratio. Además, hay que tener en cuenta que el crédito al consumo es generalmente un segmento de negocio que muestra un nivel más elevado de mora, en particular en

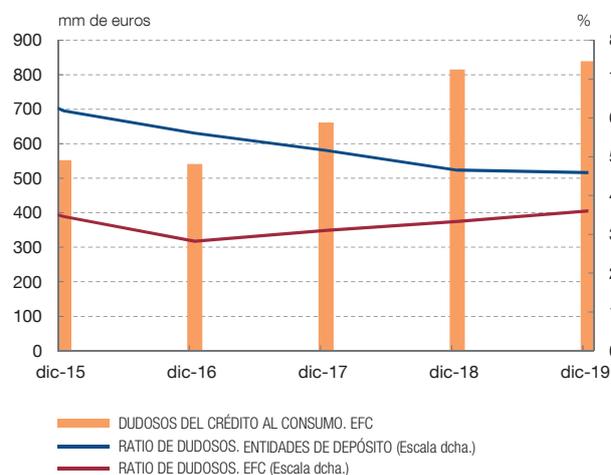
## EL CRÉDITO DE LOS EFC CONTINUÓ CRECIENDO EN 2019, APOYADO EN EL SEGMENTO DE CONSUMO, LO QUE AUMENTA LA VULNERABILIDAD DE ESTOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

El crédito concedido por los EFC continuó creciendo a tasas superiores al 8 % durante el último año y el crédito al consumo continuó teniendo un peso superior al 40 % en la cartera de estas entidades. La crisis del Covid-19 afectará adversamente a la calidad crediticia de los balances de estas entidades, anticipándose un mayor crecimiento de los créditos dudosos.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO Y PESO DEL CRÉDITO A CONSUMO (a)  
Negocios en España, DI



2 DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL CRÉDITO AL CONSUMO  
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

a La línea punteada muestra la variación de crédito de aquellos EFC existentes en diciembre de 2019. En junio de 2019 un EFC de tamaño significativo se convirtió en entidad de depósito, de ahí la caída notable que muestra la tasa de variación del crédito a partir de esa fecha (línea roja continua).

periodos de deterioro de las condiciones financieras. En todo caso, la extensión de la moratoria del Gobierno a los créditos no hipotecarios de los colectivos más vulnerables ayudará a contener este potencial aumento de la mora en la crisis actual.

### Compañías de seguros

**La pandemia de Covid-19 afectará adversamente al balance y a la cuenta de resultados de las entidades aseguradoras, probablemente con más intensidad a través del canal de valoración de sus inversiones financieras que a través de compensaciones directas.** En los próximos meses, se espera un incremento en los gastos de estas compañías por asistencia sanitaria, pago de indemnizaciones por fallecidos, cancelación de eventos, viajes, interrupciones de actividad empresarial, etc., que se verá solo parcialmente compensada por una menor siniestralidad en otros segmentos. También se espera una reducción de los ingresos asociados a actividades que, como los viajes, se suelen asegurar. Sin embargo, las estimaciones de mercado apuntan a que el impacto de estos gastos en balance, cuenta de resultados y ratio de solvencia, será menor que el originado como consecuencia de la prolongación del escenario de tipos de interés bajos y de las reducciones de valor

de sus inversiones en activos financieros, que puede ser muy significativo, ya que la mayoría de estas exposiciones no están cubiertas.

**El impacto de la crisis en la rentabilidad de las compañías de seguros puede ser muy significativo, tanto en el segmento de vida, que parte de una rentabilidad muy baja, como en el de no vida, que concentra mayores riesgos.** El segmento no vida presenta un mayor perfil de riesgo en sus inversiones, con un mayor peso de la renta variable y los inmuebles, con lo que puede ser más sensible a la crisis del coronavirus, pero representa un porcentaje reducido de la cartera de inversión. La estructura de la cartera de inversión del sector asegurador español desde 2016 ha mostrado unos pesos aproximados de las inversiones distintas de renta fija (préstamos, inmuebles, renta variable, etc.) del 20 % y del 60 % respectivamente para los segmentos de vida y no vida. La distribución de las inversiones entre los segmentos de vida (80 %) y no vida (20 %) se ha mantenido estable en los últimos años, explicando el deterioro agregado de la rentabilidad financiera, por el mayor peso del segmento de vida con inversiones vinculadas a valores de renta fija, que han ofrecido rentabilidades decrecientes e incluso negativas. Las compañías de seguros son así especialmente sensibles a los ajustes negativos a raíz de la crisis del Covid-19 sobre las valoraciones y las calificaciones crediticias de los valores de renta fija concentrados en el segmento de vida.

### *Fondos de inversión*

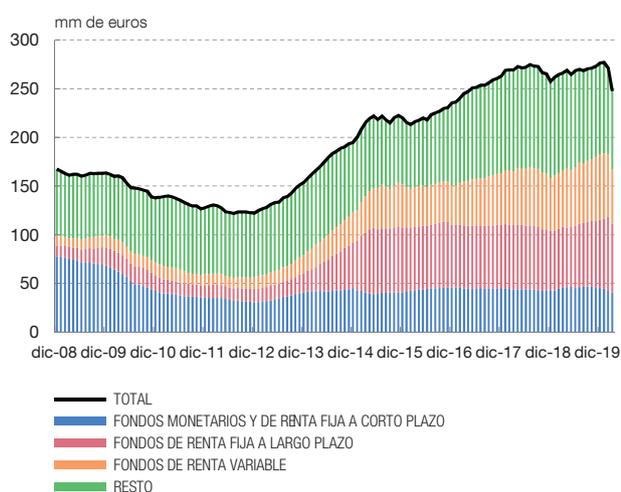
**La crisis del coronavirus presionará los rendimientos hacia valores negativos en la práctica totalidad de las categorías de fondos de inversión, si bien aquellos con mayor exposición a renta fija podrían mantener un comportamiento más neutro.** El patrimonio de los fondos de inversión se había recuperado en 2019, impulsado por una rentabilidad positiva, que, sin embargo, ha mostrado una notable volatilidad en periodos recientes (véase gráfico 2.16). En concreto, su patrimonio aumentó un 7,4 % en tasa interanual, frente a la reducción del 2,1 % en 2018. La contribución de las suscripciones netas al aumento del patrimonio de los fondos de inversión fue prácticamente nula, excepto en el último trimestre del año, cuya contribución positiva ha sido más destacable. En el primer trimestre de 2020, se observa ya una reducción del patrimonio de los fondos de inversión, fundamentalmente a causa de rentabilidades negativas, invirtiendo la tendencia ascendente de años previos, y también por un volumen muy significativo de retiradas de fondos.

**Los fondos de inversión con inversiones en activos poco líquidos o no cotizados serían los más afectados ante situaciones de estrés de liquidez.** Las tensiones podrían afectar a los fondos con inversiones en deuda corporativa con mayor riesgo de crédito, ya que, además, esa calificación crediticia podría ser revisada por las agencias de valoración, con el consiguiente aumento en el perfil de riesgo de sus carteras. Este riesgo podría verse agravado por reembolsos significativos de sus partícipes. De hecho,

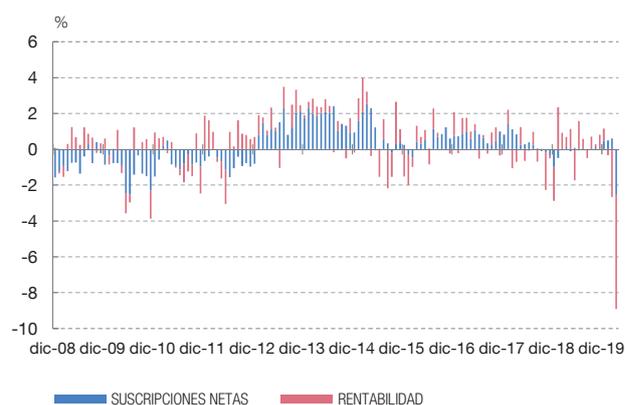
## EL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN HA CRECIDO CON FUERZA DESDE 2014, PERO LA CRISIS DEL COVID-19 ESTÁ REVIRTIENDO ESA TENDENCIA EN 2020, TANTO POR LA RETIRADA DE FONDOS COMO POR LA MENOR RENTABILIDAD

En los últimos cinco años, el patrimonio de los fondos monetarios y de renta fija se ha mantenido relativamente estable, mientras que los fondos de renta variable han aumentado su peso. En 2019, el aumento del patrimonio de los fondos de inversión ha venido impulsado principalmente por las rentabilidades positivas y, en menor medida, por las suscripciones netas registradas en el último trimestre. Los últimos datos disponibles (marzo de 2020) ya muestran un fuerte impacto en el patrimonio de los fondos de inversión, tanto por los reembolsos netos como, especialmente, por la rentabilidad negativa.

1 PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN  
Desglose por categorías (a)



2 CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE LA RENTABILIDAD Y DE LAS SUSCRIPCIONES NETAS



FUENTE: Inverco.

a 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. La categoría «resto» incluye los fondos de inversión libre, fondos de gestión pasiva, fondos de retorno absoluto, fondos globales, y fondos de inversión garantizados.

la crisis pandémica parece haber incrementado significativamente estas retiradas de fondos. Ambos factores, que suponen poner a la venta en el mercado parte de sus activos, pueden tener implicaciones para el resto de subsectores financieros, al tener el potencial de reducir los precios de esos títulos que aquellos también tienen en sus balances. Las medidas de estabilización de los bancos centrales han prevenido hasta el momento la materialización de los escenarios más negativos en este segmento, cuyos supervisores cuentan con herramientas, como la posibilidad de suspender temporalmente los reembolsos y favorecer una venta ordenada de los activos del fondo, para abordar escenarios temporales de mayor tensión.

### Fondos de pensiones

**Al igual que en el sector de fondos de inversión, las negativas expectativas de rentabilidad se trasladarán en 2020 al patrimonio de los fondos de pensiones.** Las rentabilidades positivas, al igual que en los fondos de inversión, fueron la clave en

la recuperación del patrimonio de los fondos de pensiones en 2019. Las aportaciones netas presentaron valores negativos, continuando así la tendencia iniciada en 2018, siendo la contribución de la rentabilidad, máxima de la serie histórica (8,8%), la que llevó a un aumento interanual del 8,9% de su patrimonio. Para dotar de liquidez a este activo, el Gobierno permitirá transitoriamente que los individuos más afectados por la crisis puedan obtener reembolsos de parte de sus participaciones.

### 2.2.2 Interconexiones sistémicas

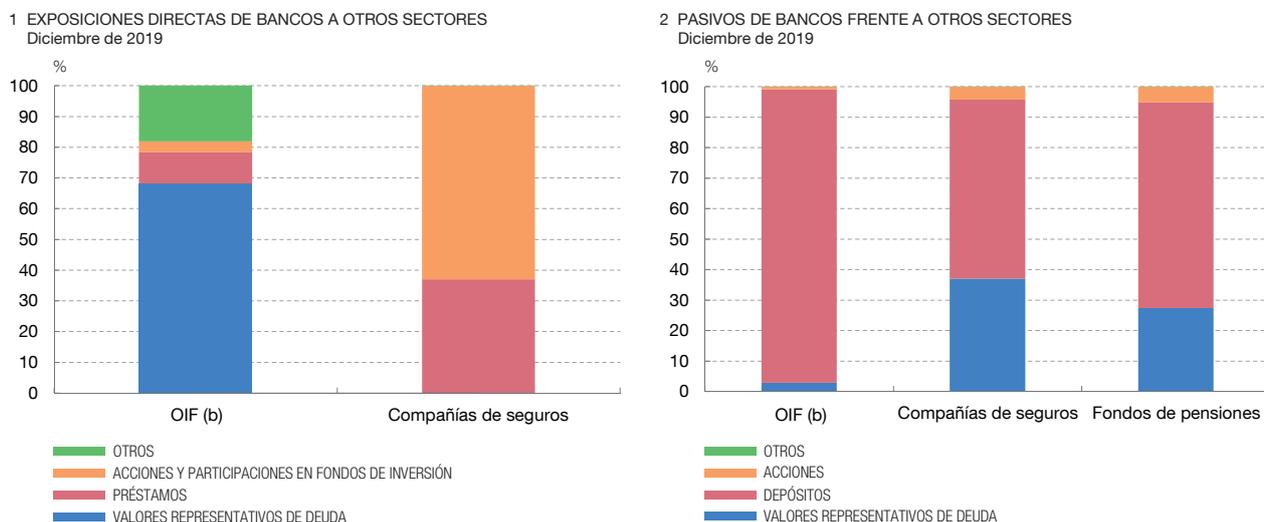
**El sector bancario presenta exposiciones significativas con determinados subsectores financieros.** Como ya se analizó en el IEF de primavera 2019, el sector bancario mantiene en el activo de su balance exposiciones significativas hacia las compañías de seguros, a través de participaciones accionariales y préstamos, y hacia el resto de intermediarios financieros, mayoritariamente en la forma de valores de renta fija (véase gráfico 2.17). Lógicamente, a través de este canal, un deterioro de esos subsectores durante esta crisis afectaría también a las entidades de depósito.

**Los depósitos de otros intermediarios financieros con el sector bancario representan la principal interconexión directa a través del pasivo, que no ha experimentado tensiones elevadas hasta ahora.** El resto de subsectores financieros mantienen volúmenes significativos de depósitos en el sector bancario, y compañías de seguros y fondos de pensiones, mantienen también un porcentaje material de su exposición con el sector bancario, 37% y 27,4% respectivamente, a través de valores de renta fija. Como se ha señalado en la sección de riesgo de financiación y liquidez, habría cierta evidencia de aumento de estos depósitos y de su remuneración como reacción a la perturbación introducida por el coronavirus, y la estabilización de los mercados monetarios por parte de los bancos centrales favorecería la mitigación de tensiones por este canal.

**Los intermediarios financieros presentan también interconexiones relevantes a través de las ECC, cuya operativa se ha mantenido estable a pesar de la presión introducida por la crisis del Covid-19.** La crisis actual está suponiendo un cambio importante en la forma de trabajar tanto de las ECC como de los miembros compensadores, lo que unido a un fuerte aumento de las operaciones, está poniendo a prueba la capacidad operativa de sus sistemas. Aunque en algún caso se han producido retrasos en el cumplimiento de las obligaciones por parte de algunos participantes, las ECC se han mostrado sólidas y resilientes. Estos patrones generales son de aplicación a BME Clearing, la ECC española, en la que no se han producido incidentes operacionales, ni retrasos significativos, ni incumplimientos por parte de sus miembros para hacer frente a sus obligaciones financieras. Igualmente, los últimos datos sugieren que los requerimientos de márgenes intradía podrían haber entrado en un proceso de normalización tras los incrementos registrados al inicio de este episodio.

### LA POSICIÓN CENTRAL DEL SECTOR BANCARIO EN EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL SE APOYA EN IMPORTANTES INTERCONEXIONES DIRECTAS CON LOS SUBSECTORES FINANCIEROS NO BANCARIOS (a)

La exposición vía activo y pasivo del sector bancario a otras instituciones financieras (OIF) es muy significativa, principalmente como tenedor de valores de deuda y receptor de depósitos. Con respecto al sector asegurador, el volumen de préstamos y tenencias de renta variable en el activo de los bancos es también elevado. Compañías de seguros y fondos de pensiones mantienen también un importante volumen de depósitos en el sector bancario.



FUENTE: Banco de España.

- a Las barras apiladas indican el peso relativo del instrumento correspondiente de la exposición total del sector bancario, ya sea a través de posiciones de activo o pasivo, con el subsector financiero no bancario correspondiente.
- b El conjunto de otras instituciones financieras (OIF) incluye a fondos de inversión (monetarios y no monetarios), establecimientos financieros y otros intermediarios financieros (sociedades de valores, fondos de titulización de activos, sociedades de capital riesgo, fondos de activos bancarios, entidades de contrapartida central y sociedades de gestión de activos, incluida la Sareb, y otras entidades).

**A pesar del aumento generalizado tanto en número como importe de *margin calls* por parte de las ECC, la situación en este segmento del mercado se ha mantenido controlada y no se han identificado incumplimientos por parte de los participantes.** Los fuertes descensos de precios que se han producido en los mercados financieros mundiales se han traducido en la exigencia de mayores aportaciones de las ECC a sus participantes. Es pronto aún para determinar si las decisiones de las ECC respecto a los cambios en sus modelos de cálculo de márgenes han contribuido a mitigar los movimientos procíclicos detectados en episodios pasados de crisis. No obstante, la experiencia de esta crisis puede servir para analizar la efectividad de las medidas implementadas en su momento por las ECC conforme al Reglamento EMIR.

**Las interconexiones indirectas por las similitudes entre las carteras de valores negociables también pueden ser un canal de amplificación del *shock*.** Previamente al impacto de la crisis del coronavirus, el efecto del entorno de tipos de interés bajos o incluso negativos en la toma de riesgos de los intermediarios financieros centraba la atención de los supervisores. La mayor asunción de riesgos

podía manifestarse en cambios en las características de los títulos (plazo, rendimiento, calificación crediticia, etc.) de las carteras de valores negociables de estos intermediarios, que ahora pueden suponer una vulnerabilidad frente a las perturbaciones financieras asociadas al coronavirus. Es necesario tener en cuenta que los valores negociables representan el 80 % del activo total del sector financiero no bancario (SFNB) bajo estudio en esta subsección (compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones), mientras que sólo supone alrededor del 25 % del total de activo doméstico de las entidades de depósito<sup>18</sup>, dada la preponderancia de los préstamos.

**Las carteras de valores de bancos y compañías de seguros están altamente concentradas en la renta fija, presentando una mayor resistencia ante la volatilidad introducida por el coronavirus, sobre todo tras la extensión del programa de compras del BCE.** El gráfico 2.18 muestra que las entidades bancarias han aumentado ligeramente el porcentaje de tenencias de renta fija desde 2014 (el peso de estos instrumentos representa más del 90 % de su cartera total de valores en 2019). Por el contrario, las compañías de seguros han reducido el peso de la renta fija desde 2014 y han aumentado la proporción de las participaciones en fondos de inversión, manteniéndose, sin embargo, altamente concentradas en renta fija.

**Los fondos de inversión y de pensiones están más expuestos a la renta variable y a participaciones en otros fondos, en comparación a entidades bancarias y compañías de seguros.** Los fondos de inversión han mantenido un peso estable de la renta variable, pero han sustituido la exposición en renta fija por participaciones en otros fondos (véase gráfico 2.18). Los fondos de pensiones han presentado una mayor variación en los tres tipos de instrumentos desde 2014, con un aumento de la importancia de la renta variable (del 11,8 % al 15,6 %) y de las participaciones en fondos de inversión (del 12 % al 28,5 %), y una caída en el peso de la renta fija (del 76,2 % al 55,9 %).

**Las calificaciones crediticias de las inversiones de todos los sectores han mejorado de 2014 a 2019, pero son susceptibles de un ajuste en la coyuntura actual, al que serían más sensibles los valores con calificaciones en el margen del grado de inversión.** Al final de 2019, prevalecen las tenencias de instrumentos de renta fija clasificados en la categoría de grado de inversión en todos los sectores (véase gráfico 2.18). En el sector bancario se trata de aproximadamente el 70 % del total de estas tenencias y alrededor del 90 % en el caso de los sectores no bancarios<sup>19</sup>.

---

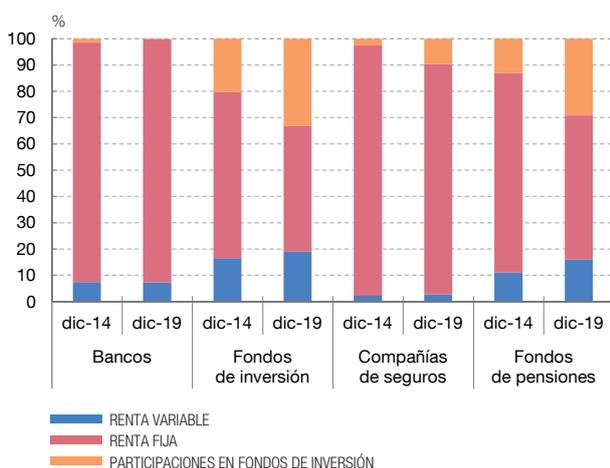
18 La información sobre las carteras de valores negociables de intermediarios financieros procede de la base de datos *Securities Holdings Statistics by Sector* (SHSS) del BCE, que identifica el país de residencia de los distintos tenedores. El activo de los distintos intermediarios financieros se obtiene de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE) del Banco de España. El peso de la cartera de valores se obtiene combinando información de las dos fuentes, que tienen una base de presentación individual, y no consolidada a nivel de grupo financiero.

19 El aumento de la franja AA es resultado, en gran parte, de la mejora en la calificación crediticia del estado español en 2019.

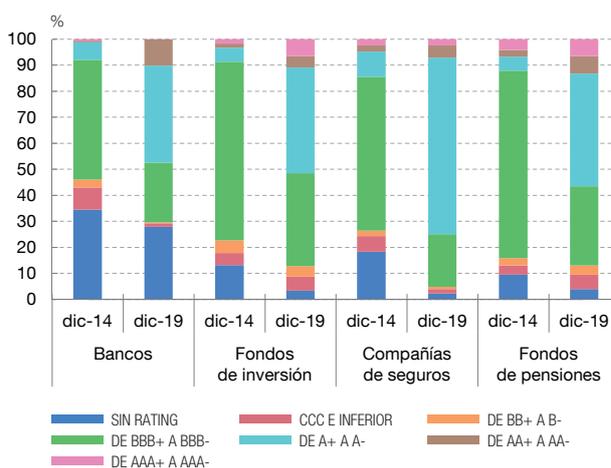
**LOS BANCOS Y LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS TIENEN UN MAYOR PESO DE TÍTULOS DE RENTA FIJA QUE LOS FONDOS DE INVERSIÓN Y DE PENSIONES. DESDE 2014 HAN MEJORADO LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE ESOS TÍTULOS, PERO LA CRISIS DEL CORONAVIRUS MODIFICARÁ ESTA TENDENCIA**

Con respecto a 2014, bancos y compañías de seguros han mantenido sus carteras de valores concentradas en la renta fija, mientras que los fondos de inversión y de pensiones, que ya mantenían mayores posiciones en renta variable, han aumentado las tenencias de participaciones en fondos de inversión (proliferación de fondos de fondos). Las calificaciones crediticias de las tenencias de renta fija de los sectores financieros han mejorado con respecto a 2014, pero debe tenerse en cuenta que los ratings pueden ajustarse de forma procíclica ante la crisis del coronavirus, y que aquellos en el margen del grado de inversión (de BBB+ a BBB-) pueden ser especialmente sensibles.

1 COMPOSICIÓN DE LAS CARTERAS DE VALORES POR TIPO DE INSTRUMENTOS  
% de la cartera total



2 CALIFICACIÓN CREDITICIA (a)  
% del total de la cartera de renta fija



FUENTES: SHSS y Eikon.

a Se muestra la calificación crediticia más reciente, independientemente de la agencia calificadora.

La baja utilización de los *ratings* externos en los modelos de capital para exposiciones a empresas de las entidades bancarias españolas haría que estos ajustes de valoración no se trasladasen además a incrementos marcados de APR. Compañías de seguros (31,7 %) y fondos de pensiones (26,1 %) presentan las mayores proporciones de su cartera con calificación en el rango entre BBB- y BBB+, que es especialmente susceptible de deterioro ante un empeoramiento de las condiciones macrofinancieras que lleve a las agencias de valoración a revisar sus calificaciones.

**Los valores de renta fija con rendimiento negativo en las carteras de todos los sectores, y en particular el bancario, reduce la rentabilidad agregada de sus tenedores, pero los hace más resistentes a revisiones de las primas de riesgo.** Adicionalmente, la respuesta expansiva de la política monetaria elimina el riesgo de tipo de interés que podría afectarles en mayor medida. El entorno de tipos de interés bajos o incluso negativos y la necesidad de mantener una reserva de activos líquidos ha aumentado el porcentaje de tenencias de renta fija con tipos de interés negativos desde ratios inferiores al 2 % en 2014 a valores de entre el 22 % y el 47 % en 2019. Este aumento es especialmente significativo para las entidades bancarias para las que estos títulos ya representan en 2019 el 47 % de su cartera (véase gráfico 2.19).

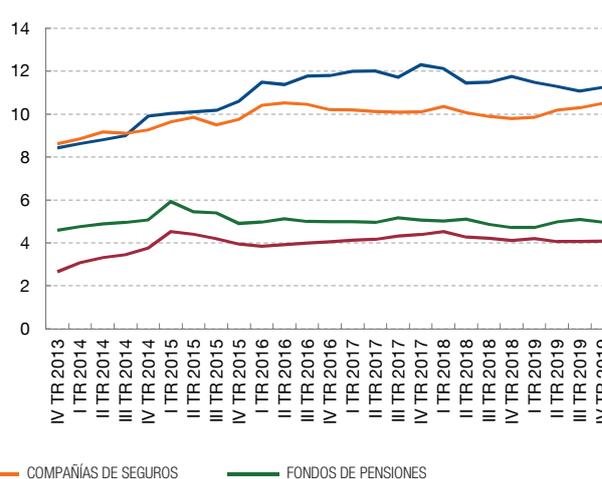
**DESDE 2014, TODOS LOS SUBSECTORES, Y EN PARTICULAR EL SECTOR BANCARIO, HAN AUMENTADO LA PROPORCIÓN EN SUS CARTERAS DE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA CON RENTABILIDAD NEGATIVA Y HAN ASUMIDO MAYORES PLAZOS MEDIOS**

Desde 2014, ha aumentado la proporción de instrumentos de renta fija con rentabilidad negativa en la cartera de valores negociables de los distintos intermediarios financieros, en particular para las entidades bancarias, para las que representaba aproximadamente el 45 % de su cartera en diciembre 2019 frente al 30 % de otros subsectores. En el último trimestre de 2019 se observa una disminución de este porcentaje para los sectores no-bancarios. Se observa también un aumento del vencimiento promedio de las carteras, sobre todo en el caso de bancos y compañías de seguros. Los valores de renta fija con plazos más largos son más sensibles a los cambios de valoración y las tenencias con tipo negativo reducen la capacidad de generación de ingresos.

1 TENENCIAS DE BONOS CON TIPO NEGATIVO  
En % de la cartera total



2 VENCIMIENTO PROMEDIO DE LAS TENENCIAS DE RENTA FIJA (a)  
En años



FUENTE: SHSS.

a Vencimiento calculado como media ponderada de los plazos residuales de los instrumentos de renta fija (excluyendo deuda perpetua).

En el contexto actual, con los bancos centrales proporcionando una elevada cantidad de liquidez, el rendimiento puede evolucionar hacia niveles más negativos para aquellos valores que puedan considerarse activos seguros, como ciertos soberanos, mientras el aumento de la aversión al riesgo, puede elevar la rentabilidad requerida para el resto de valores.

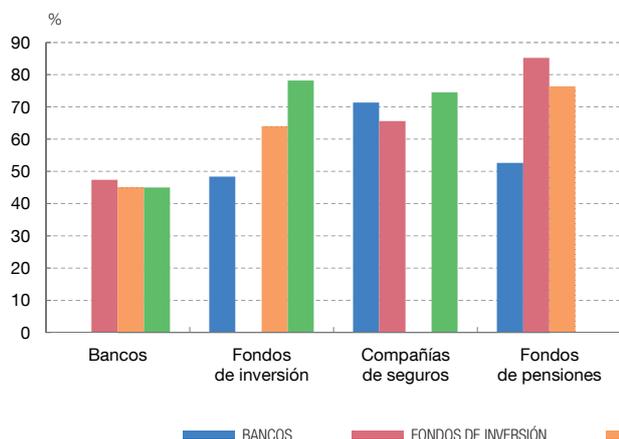
**El vencimiento medio de la cartera de títulos de renta fija de los diferentes sectores ha aumentado gradualmente en los últimos cinco años, incrementando la sensibilidad a los posibles ajustes de rendimientos requeridos.** El aumento del vencimiento medio ha sido más significativo para las entidades bancarias y las compañías de seguros, cuyas carteras se componen principalmente de instrumentos de renta fija. Según muestra el panel derecho del gráfico 2.19, el vencimiento medio de las carteras de los fondos aumenta en menor medida y se sitúa en un nivel inferior a lo largo de todo el periodo. Esta tendencia también puede atribuirse al entorno de bajos tipos de interés y abundancia de liquidez de los años previos.

**La presencia de interconexiones indirectas significativas a través de la exposición a los mismos emisores hace que los distintos subsectores se vean**

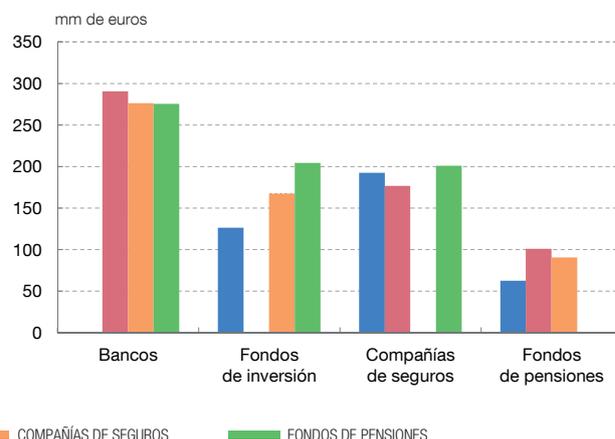
**LAS EXPOSICIONES A EMISORES COMUNES DE VALORES NEGOCIABLES SON MATERIALES TANTO PARA EL SECTOR BANCARIO COMO PARA EL RESTO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS, LO QUE REPRESENTA UN POTENCIAL CANAL DE CONTAGIO DE LAS PERTURBACIONES PROVOCADAS POR EL COVID-19**

El sector bancario es el que mantiene un mayor volumen de exposiciones comunes en valores negociables con el resto de subsectores (entre 250 y 300 mm de euros en relación con cada uno de ellos), pero éstas representan un porcentaje menor del total de tenencias que el observado en otros subsectores, siendo máximo para fondos de pensiones (76 % común con compañías de seguros y 85 % común con fondos de inversión) y fondos de inversión (78 % común con fondos de pensiones).

1 PESO DE LAS TENENCIAS COMUNES SOBRE LA CARTERA TOTAL (a)  
Diciembre de 2019



2 VOLUMEN DE LAS TENENCIAS COMUNES  
Diciembre de 2019



FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holding Statistics by Sector*).

a El gráfico muestra las tenencias comunes de valores negociables, entendiendo como tales la posesión de títulos idénticos emitidos por el mismo emisor. Por ejemplo, de las tenencias comunes entre bancos y fondos de inversión, los bancos mantienen en su cartera cerca de 300 mm de euros, lo que representa un 49 % del total de su cartera. Por su parte, los fondos de inversión mantienen cerca de 130 mm de euros, que representa un 51 % del total de su cartera. Se tiene en cuenta el valor de mercado de las tenencias que reportan las entidades (o, en su caso, el valor razonable).

**expuestos a shocks comunes ante ajustes de valoración.** Además, también puede hacer que si un sector tiene que desprenderse de esos activos induzca un ajuste a la baja en sus precios que, lógicamente, afecta también al resto de sectores que mantiene ese activo. En términos relativos, las exposiciones a emisores comunes son especialmente elevadas para fondos de inversión y de pensiones (véase gráfico 2.20). A finales de 2019, el porcentaje de las carteras de valores negociables de cada subsector que correspondía a emisores comunes cuyos valores también formaban parte de las carteras de otros subsectores excedía del 45 % en todos los casos. Este porcentaje era especialmente elevado para los fondos de pensiones en relación con los fondos de inversión y compañías de seguros, por encima del 75 %. En volumen absoluto, las tenencias más elevadas de valores de emisores comunes, correspondían al sector bancario, por encima de los 275 mm de euros en relación a cualquiera de los otros subsectores (véase gráfico 2.20). La exposición común a ciertos soberanos es uno de los principales factores que determinan el elevado grado de solapamiento de carteras.

**MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS**

Aunque el concepto teórico de rentabilidad bancaria está perfectamente definido y acotado, en la práctica tanto los distintos supervisores como las entidades de depósito utilizan distintas métricas para su medición. El objetivo de este recuadro es revisar el contenido informativo de algunas de estas métricas, analizando las posibles diferencias en su evolución temporal y distribución entre entidades.

En anteriores IEF, la definición de la rentabilidad del capital (ROE, *Return on Equity*, por sus siglas en inglés) incluía como numerador el resultado (anualizado) atribuido a la entidad dominante, y como denominador los fondos propios (medios)<sup>1</sup>. Esta definición de ROE coincide con la que las entidades de depósito españolas han publicado históricamente en sus informes sobre resultados. Al excluir los intereses minoritarios (la parte del capital de una entidad subsidiaria que no es propiedad de la matriz) del numerador y del denominador de esa ratio, esta métrica mide exclusivamente la rentabilidad para los accionistas de la entidad dominante del grupo, que es la que puede afectar de forma más directa a los incentivos de los gestores.

Sin embargo, a partir de ahora el IEF utilizará una definición modificada de la ratio ROE, para adaptarla a la guía metodológica de indicadores de riesgos publicada por la Autoridad Bancaria Europea (ABE)<sup>2</sup>. De esta forma, se garantiza la comparabilidad de los datos publicados por el IEF con los de la ABE, que también son los utilizados por el Banco Central Europeo (BCE). En concreto, la rentabilidad del capital se obtendrá como el cociente entre el resultado (anualizado) del ejercicio y el patrimonio neto (medio)<sup>3</sup>. En consecuencia, el numerador incluirá el resultado neto atribuido a los minoritarios y el denominador los elementos de patrimonio correspondientes a intereses minoritarios y, adicionalmente, la partida *otro resultado global acumulado* (partidas de ingresos y gastos que no se contabilizan en la cuenta de resultados). Esta definición

mide la rentabilidad sobre el conjunto del capital de las entidades y, en consecuencia, puede ser una medida más informativa para explicar el coste medio de la acumulación de capital.

Además, en este recuadro se presenta una definición adicional de rentabilidad, denominada ratio ROTE (*Return on Tangible Equity*, por sus siglas en inglés). En este caso, a partir de la nueva definición de ROE consistente con la metodología de la ABE, se deducen del denominador el fondo de comercio y otros activos intangibles, con el fin de obtener una aproximación a la ratio ROTE. Se obtiene así la rentabilidad sobre el importe de los instrumentos de patrimonio emitidos y reservas acumuladas neto de activos intangibles, esto es, la parte del valor de los fondos aportados por los inversores o retenidos como reservas que no depende de las expectativas futuras de generación de resultados, excluidas por la mayor incertidumbre que presentan. Esta medida contribuye así también a la estimación del coste medio de captar fondos adicionales<sup>4</sup>.

Las entidades de depósito españolas incluyen en sus informes trimestrales de resultados distintas medidas de rentabilidad, en particular, las ratios ROE y ROTE. De hecho, en los últimos años las entidades definen los objetivos de rentabilidad en mayor medida en términos de ROTE en sus planes estratégicos. Asimismo, los informes de las entidades incluyen métricas de rentabilidad basadas en el activo (ROA, *Return on Assets*, por sus siglas en inglés) o en los activos ponderados por riesgos (RORWAs, *Return on Risk Weighted Assets*, por sus siglas en inglés), y métricas de eficiencia<sup>5</sup>. Estas métricas forman parte de las medidas de rendimiento (APMs, *Alternative Performance Management*, por sus siglas en inglés) que las entidades incorporan en sus informes de presentación de resultados, y elaboran de acuerdo con las directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, *European Securities and Market Authority*, por sus siglas en inglés) publicadas el 30 de junio de 2015<sup>6</sup>. En el último año,

1 Los fondos propios incluyen, principalmente, capital, reservas, prima de emisión, y otros instrumentos de patrimonio emitidos distintos del capital. A diferencia del patrimonio neto, no incluyen intereses minoritarios ni otro resultado global acumulado.

2 Véase *EBA Methodological Guide on Risk Indicators and Detailed Risk Analysis Tools*.

3 El denominador de la ratio ROE se calcula como un promedio entre el patrimonio neto al final del período anual previo y el del trimestre actual.

4 Una definición ampliada de la ratio ROTE incluiría como denominador el patrimonio neto minorado no sólo por el fondo de comercio y otros activos intangibles, sino también por los bonos convertibles y las participaciones preferentes.

5 Asimismo, existen otras alternativas de mercado para medir la rentabilidad de las entidades como es la ratio entre el precio de sus acciones y sus resultados (PER, *Price Earnings Ratio*, por sus siglas en inglés), o su inversa.

6 Véase *ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures*.

**MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS (cont.)**

las principales entidades de depósito españolas también han modificado la definición de ROE y ROTE, para deducir del denominador la partida de patrimonio neto «Otro resultado global acumulado», que al presentar un importe negativo significativo provoca un aumento de la ratio.

El gráfico 1 muestra estas cuatro ratios (ROE y ROTE calculadas según la definición alineada con la metodología de la ABE, y las ratios ROE\* y ROTE\* calculadas de acuerdo con la definición utilizada históricamente en anteriores IEF)<sup>7</sup> para las entidades de depósito españolas. En primer lugar, cabe destacar que la evolución de todas ellas en los últimos 14 años es muy similar, con un coeficiente de correlación de 0,99 en todos los casos, pero se observan diferencias en sus niveles. En concreto, desde 2013, la ratio ROE se sitúa por encima de la definición anterior (7,1 % y 5,9 %, en

diciembre de 2019). Además, la ratio ROTE presenta un nivel superior a la ratio ROE en ambos casos (8,5 % y 7,1 %, respectivamente, en diciembre de 2019). Es muy importante tener en cuenta estas diferencias de nivel cuando se cambia la definición, para no atribuir una variación efectiva de la rentabilidad a algo que es puramente metodológico.

El gráfico 2 muestra una elevada heterogeneidad entre las principales entidades de depósito españolas (12 bancos bajo la supervisión directa del BCE) tanto en términos de ROE como de ROTE (e.g., diferencia entre percentiles 25 y 75 de 4,1 pp para la ratio ROE y de 5,6 pp para la ratio ROTE en diciembre de 2019). Además, el periodo posterior a la crisis financiera internacional de 2008 se caracteriza por una reducción tanto del nivel como de la heterogeneidad de ambas medidas de rentabilidad (ROE y ROTE), con los principales bancos españoles más concentrados.

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD (ROE Y ROTE) DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS (a)

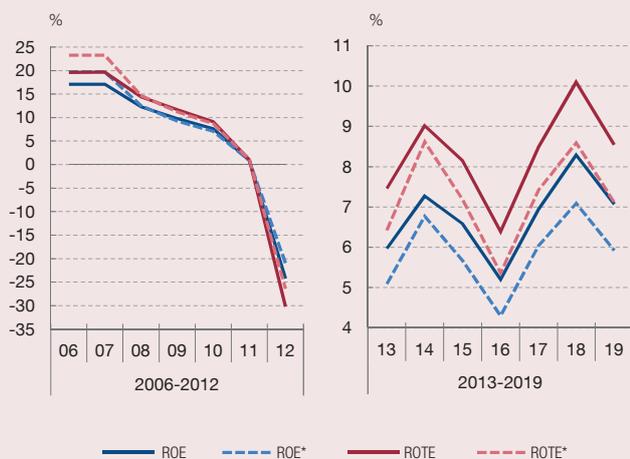
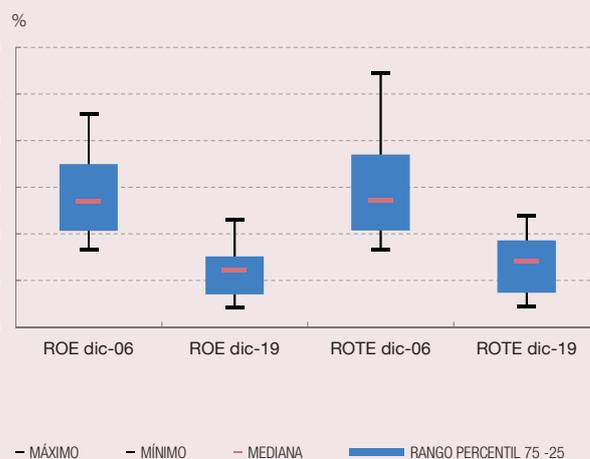


Gráfico 2  
DISPERSIÓN DE LA RENTABILIDAD (ROE Y ROTE) DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra las ratios ROE y ROTE de las entidades de depósito españolas entre diciembre de 2006 y diciembre de 2019 calculadas de acuerdo con la definición revisada alineada con la metodología de la ABE, y con la definición utilizada históricamente en anteriores IEF (en línea discontinua).
- b El gráfico muestra el máximo, el mínimo, el rango entre el percentil 75 y el percentil 25 y la mediana de las ratios ROE y ROTE de las entidades de depósito españolas en diciembre de 2006 y diciembre de 2019.

7 Las ratios ROE\* y ROTE\* se calculaban en anteriores IEF como cociente entre el resultado (anualizado) atribuido a la entidad dominante, y los fondos propios medios o los fondos propios medios netos de activos intangibles medios, respectivamente.

**MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD SOBRE EL CAPITAL DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS (cont.)**

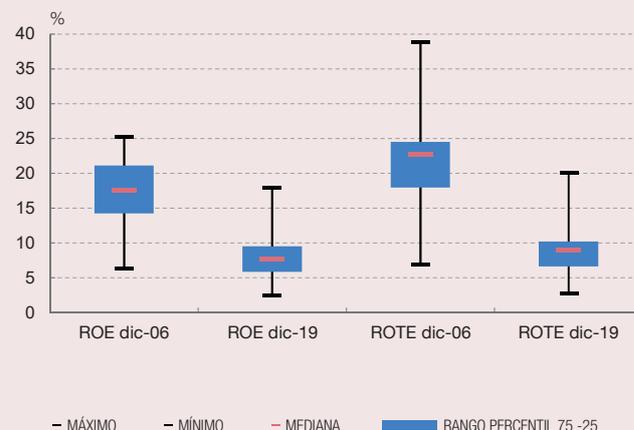
En una perspectiva internacional, los gráficos 3 y 4 comparan la evolución y la dispersión de estas medidas de rentabilidad, ratios ROE y ROTE, entre los bancos españoles y europeos<sup>8</sup>. En los dos paneles del gráfico 3 se observa que la diferencia entre las ratios ROE y ROTE es más acusada en el caso de los bancos españoles, debido a que los activos intangibles (principalmente el fondo de comercio) que se deducen del denominador de la ratio ROTE son más

elevados para ellos. Por su parte, comparando el gráfico 2 con el gráfico 4 se puede ver que, para los bancos europeos, se mantiene el patrón observado para los bancos españoles y en 2019 disminuye tanto el nivel como la heterogeneidad de ambas medidas de rentabilidad respecto a 2006. Además, en 2019, la diferencia entre percentiles 25 y 75 es menor para los bancos europeos (3,6 pp para ambas ratios, ROE y ROTE) que para los bancos españoles.

Gráfico 3  
EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD (ROE Y ROTE) DE LOS PRINCIPALES BANCOS ESPAÑOLES Y EUROPEOS (a)



Gráfico 4  
DISPERSIÓN DE LA RENTABILIDAD (ROE Y ROTE) DE LOS PRINCIPALES BANCOS EUROPEOS (b)



FUENTE: SNL Financial.

- a El gráfico muestra las ratios ROE y ROTE calculadas de acuerdo con la definición revisada alineada con la metodología de la ABE para los principales bancos españoles y bancos europeos (muestra de 27 bancos) entre diciembre de 2006 y diciembre de 2019.
- b El gráfico muestra el máximo, el mínimo, el rango entre el percentil 75 y el percentil 25 y la mediana de las ratios ROE y ROTE los principales bancos europeos (muestra de 27 bancos) en diciembre de 2006 y diciembre de 2019.

8 Se considera una muestra de 27 bancos europeos, de los cuales 3 son españoles, seleccionada a partir de la lista de entidades que participaron en el último ejercicio de estrés de la ABE (véase <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2018>), para aquellas entidades con datos disponibles en SNL Financial para todo el período considerado.

**EJERCICIO ANUAL DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA DEL FSB**

En enero de 2020, el FSB publicó la novena edición de su informe anual sobre intermediación financiera no bancaria (NBF, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>. Como en años anteriores, el informe utiliza datos detallados proporcionados por 29 países para hacer una revisión de la estructura del sistema financiero y sus tendencias, a nivel global y en cada economía<sup>2</sup>. Por ejemplo, el informe muestra cómo en España se mantiene la tendencia por la que, desde el final de la crisis, los bancos están perdiendo peso sobre el total de activo del sector financiero (véase gráfico 1).

Con datos de finales de 2018, el informe toma como punto de partida la situación del sistema financiero de cada país para, posteriormente, centrarse en cuantificar y analizar la

relevancia y riesgos del sector no bancario. Para ello, el FSB define una medida amplia de este último sector, que incluye a todo el sistema financiero salvo bancos centrales, bancos e instituciones financieras públicas (MUNFI - *Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation*, por sus siglas en inglés). El objetivo final es poner el foco en aquellas entidades que pueden generar riesgos para la estabilidad financiera similares a los bancarios, posiblemente fruto del arbitraje regulatorio.

Para identificar este tipo de entidades y, más adelante, analizar sus riesgos, el FSB ha desarrollado una metodología que excluye a los agentes que i) no desempeñan actividades de intermediación crediticia; o que ii) por estar incluidos en el

Gráfico 1  
EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO EN ESPAÑA (a)  
% sobre total de activos financieros de las instituciones financieras

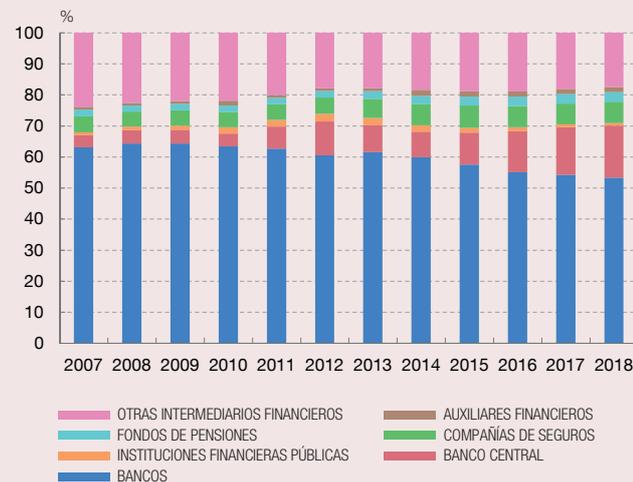
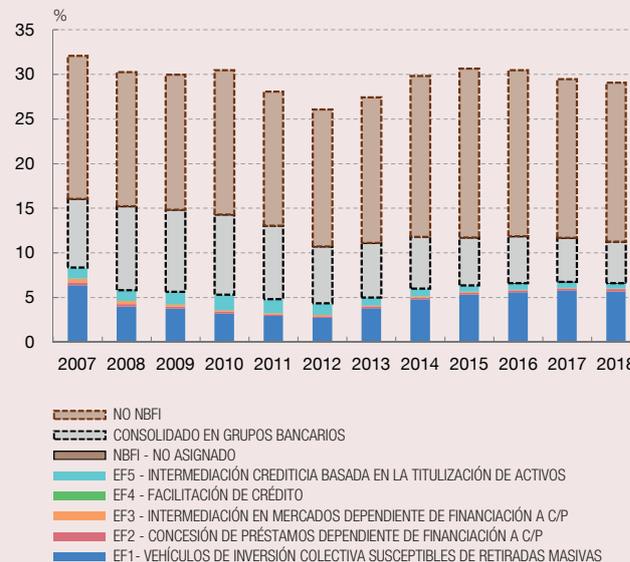


Gráfico 2  
MEDIDA RESTRINGIDA DE NBF EN ESPAÑA RESPECTO AL TOTAL DE MUNFI (b)  
% sobre total de activos financieros de las instituciones financieras



FUENTES: FSB y Banco de España.

- a Los bancos centrales no forman parte de MUNFI ni de la medida restringida de NBF. La categoría definida por el FSB como Otros Intermediarios Financieros no se corresponde con la de la misma nomenclatura de las Cuentas Financieras (S.125). Comprende, además de esta categoría (que incluye sociedades de valores, fondos de titulización de activos, sociedades de capital riesgo, fondos de activos bancarios, entidades de contrapartida central o sociedades de gestión de activos) a, entre otros, fondos de inversión (monetarios y no monetarios), compañías financieras (en España, los EFC), e instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero (como las emisoras de preferentes y otros valores negociables).
- b La medida de NBF en España incluye fondos de inversión alternativa o *hedge funds*, fondos del mercado monetario, fondos de renta fija, fondos mixtos de renta fija, SICAV, EFC, sociedades de valores, sociedades de garantía recíproca, y fondos de titulización. La cifra de activos financieros consolidados en grupos bancarios se corresponde con el volumen correspondiente de EFC y fondos de titulización.

1 En 2018, el FSB pasó a denominar Intermediación Financiera no Bancaria al concepto de banca en la sombra (*shadow banking*). Este cambio de terminología no afectó a su ámbito (que sigue siendo la de intermediación crediticia que implica a entidades y actividades total o parcialmente al margen del sistema bancario) ni al ejercicio anual del FSB.

2 El informe del FSB utiliza también datos complementarios, menos detallados, de jurisdicciones más allá de estos 29 países, para expandir el análisis presentado en el mismo.

**EJERCICIO ANUAL DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA DEL FSB (cont.)**

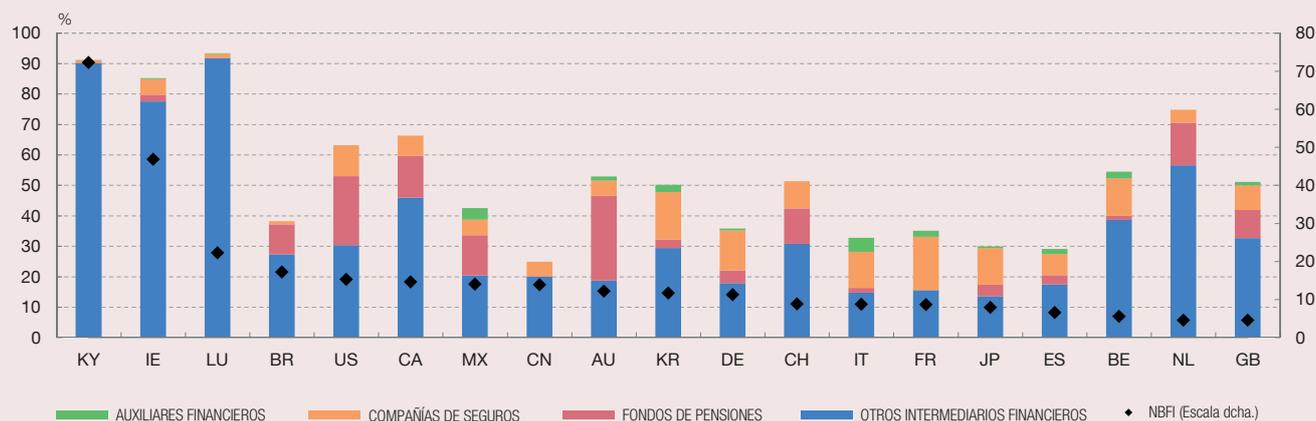
ámbito de la consolidación de un grupo bancario, quedan sujetos a la regulación prudencial bancaria. Esta metodología define una medida restringida de NBFi formada por entidades que llevan a cabo alguna de las cinco funciones económicas (EF, por sus siglas en inglés) que se asocian a esta intermediación crediticia:

- **EF1 - Gestión de vehículos de inversión colectiva susceptibles de retiradas masivas de fondos.** En España, cinco tipos de entidades están clasificados en esta categoría, todas ellas registradas como Instituciones de Inversión Colectiva en la CNMV: fondos de inversión alternativa o *hedge funds*; fondos del mercado monetario; fondos de renta fija; fondos mixtos de renta fija; y SICAV.
- **EF2 - Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo.** En esta categoría están incluidos los Establecimientos Financieros de Crédito (EFC) registrados en el Banco de España que no consoliden en grupos bancarios.
- **EF3 - Intermediación en los mercados dependiente de financiación a corto plazo.** En esta categoría están clasificados las sociedades de valores (*broker dealers*) registradas en la CNMV, que pueden operar por cuenta propia o por cuenta de clientes.

- **EF4 - Contribución a la creación de crédito.** en esta categoría están clasificadas, por ejemplo, aseguradoras de crédito (*monolines*) o emisoras de avales. En España, las únicas entidades encuadradas en esta categoría siguen siendo las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR).
- **EF5 - Intermediación crediticia basada en la titulización de activos y financiación de entidades financieras.** En este apartado se clasifican los fondos de titulización (registrados en la CNMV).

De acuerdo con esta metodología, la medida restringida de NBFi suponía el 13,6 % del activo financiero global a diciembre de 2018 y su volumen total de activos financieros creció un 1,7 % en ese último año. En España, esta medida supone el 6,6 % de los activos financieros mantenidos por las instituciones financieras (véase gráfico 2), y el volumen de estos activos cayó un 3,5 % en el último año. Si atendemos a los resultados por país en otras jurisdicciones, se observa que esta medida es más elevada en países con alto grado de especialización financiera y fiscalidad favorable sobre estas actividades, como Islas Caimán, Luxemburgo o Irlanda (véase gráfico 3). Estos países se caracterizan por contar con sectores no bancarios más importantes y con más interconexiones transfronterizas.

Gráfico 3  
COMPARATIVA INTERNACIONAL DEL TAMAÑO DE MUNFI VS MEDIDA RESTRINGIDA DE NBFi (a)  
% sobre total de activos financieros de las instituciones financieras



FUENTE: FSB.

a La categoría definida por el FSB como Otros Intermediarios Financieros no se corresponde con la de la misma nomenclatura de las Cuentas Financieras (S.125). Comprende, además de esta categoría (que incluye sociedades de valores, fondos de titulización de activos, sociedades de capital riesgo, fondos de activos bancarios, entidades de contrapartida central o sociedades de gestión de activos como la Sareb) a, entre otros, fondos de inversión (monetarios y no monetarios), compañías financieras (en España, los EFC), e instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero (como las emisoras de preferentes y otros valores negociables). La medida de NBFi es un subconjunto de MUNFI (OIF, fondos de pensiones, compañías de seguros y auxiliares financieros).

**EJERCICIO ANUAL DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA DEL FSB (cont.)**

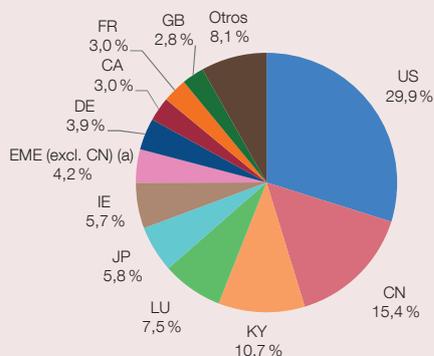
En términos absolutos, EE.UU. es el país que concentra mayor actividad de NBFI (véase gráfico 4), al aglutinar el 30 % del global. Sin embargo, su peso ha venido disminuyendo en los últimos años, en contraposición con la ganancia de relevancia del sector chino (cuya aportación se estancó en 2018 en torno al 15 %). El volumen de dicha medida domiciliado en España se ha mantenido siempre por debajo del 1 %.

Por tipo de entidad, los fondos de inversión representan la mayor parte del sector (véase gráfico 5). A nivel global, el 72 % de los activos incluidos en la medida de NBFI corresponden a vehículos de inversión colectiva, cuyo peso ha venido incrementándose en los últimos años. No obstante, en 2018 se observó cierta ralentización de su crecimiento debido a efectos de valoración causados por caídas en las cotizaciones de los mercados de valores. En España, los fondos de inversión también son el subsector más relevante de la medida de NBFI, representando el 86 % de la misma (véase gráfico 2).

Aparte de los datos necesarios para la cuantificación del sector financiero no bancario, el FSB recoge información

adicional sobre interconexiones, activos de crédito, mercados de repos, innovaciones financieras o marcos regulatorios. Además, el ejercicio analiza la involucración de estas entidades en actividades similares a las bancarias. En concreto recoge información que permite calcular indicadores sobre la participación de entidades clasificadas en la medida de NBFI en intermediación crediticia, transformación de plazos o apalancamiento. En base a esta información, el FSB ha puesto en los últimos años el foco a nivel del sistema financiero global en: i) el crecimiento de los vehículos de inversión colectiva (EF1) con elevada proporción de inversión crediticia y menor liquidez; ii) el apalancamiento elevado de entidades que conceden préstamos utilizando financiación a corto plazo (EF2) que, en algunas jurisdicciones, viene acompañado de niveles elevados de transformación de vencimientos; o iii) el apalancamiento significativo de intermediarios de mercado (EF3) que ha crecido en 2018 (aunque sigue en niveles inferiores a los pre-crisis) ya que, al depender de financiación a corto plazo, pueden ser vulnerables a retiradas masivas.

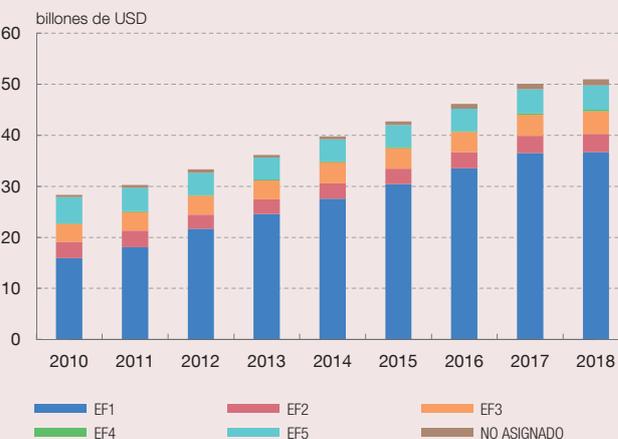
Gráfico 4  
PARTICIPACIÓN INTERNACIONAL EN ACTIVOS DE LA MEDIDA DE NBFI  
% sobre total de activos financieros de las instituciones financieras



FUENTES: FSB y Banco de España.

a EME (excl. CN): *emerging market economy*. Incluye AR, BR, CL, ID, IN, MX, RU, TR, SA y ZA.

Gráfico 5  
EVOLUCIÓN DE LA MEDIDA RESTRINGIDA DE NBFI GLOBAL POR FUNCIÓN  
ECONÓMICA





# 3

## RIESGO SISTÉMICO Y RESPUESTA PRUDENCIAL AL COVID-19



### 3 RIESGO SISTÉMICO Y RESPUESTA PRUDENCIAL AL COVID-19

Este capítulo analiza la evolución de las vulnerabilidades sistémicas y describe las actuaciones prudenciales puestas en marcha para mitigar los efectos adversos vinculados a la pandemia global del coronavirus Covid-19. La primera sección utiliza el mapa de indicadores y el indicador de riesgo sistémico para evaluar el nivel actual de vulnerabilidades del sistema financiero español. La disrupción macrofinanciera que la propagación del Covid-19 está suponiendo, y que ya se refleja en indicadores contemporáneos como el de riesgo sistémico, ha requerido la adopción de una serie de actuaciones supervisoras, que se abordan en la segunda sección. Estas medidas incluyen decisiones sobre los instrumentos macro y microprudenciales, una respuesta prudencial en materia contable que tiene en cuenta la naturaleza, en principio, transitoria del *shock*, y otras medidas complementarias para reforzar la solvencia de las entidades.

#### 3.1 Análisis de vulnerabilidades sistémicas

**Hasta finales de 2019, el mapa de vulnerabilidades sistémicas no presentaba señales de acumulación de riesgo sistémico<sup>1</sup>.** Además, todas las categorías del mapa de indicadores se mantenían estables desde el último IEF (véase gráfico 3.1). Por lo tanto, el punto de partida del ciclo financiero ante la llegada del *shock* desencadenado por el Covid-19 no presenta las vulnerabilidades existentes al inicio de la crisis financiera global de 2008. Actualmente, los niveles de endeudamiento privado son sensiblemente inferiores y no se observan sobrevaloraciones en términos agregados en el mercado inmobiliario. Esta situación al inicio de la nueva fase también refleja que el Covid-19 supone un riesgo sistémico no generado endógenamente por el sistema financiero.

**Como consecuencia de la importante disrupción de la actividad global y el previsible endurecimiento de las condiciones financieras en los trimestres centrales de 2020, algunos de los componentes del mapa de vulnerabilidades**

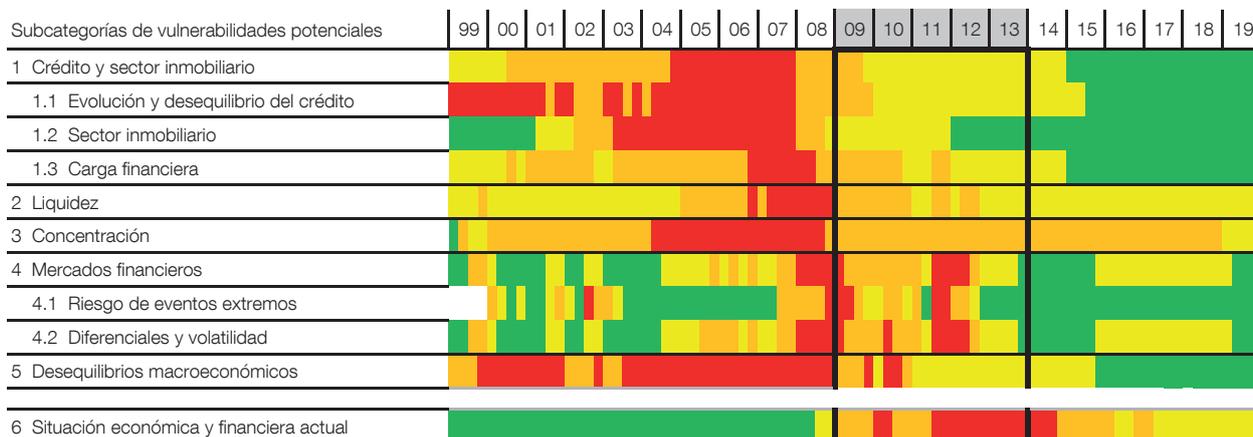
---

1 El mapa de indicadores de vulnerabilidades sistémicas agrega la información de un conjunto amplio de indicadores en función de su capacidad de anticipación de crisis bancarias sistémicas. Las definiciones de las principales categorías se corresponden con las establecidas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico en su Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial. Para interpretar el gráfico, debe tenerse en cuenta que la intensidad de las alertas en cada una de las categorías representa una media ponderada de la de los indicadores que incluye. La intensidad es creciente a medida que el tono se aproxima al rojo, mientras que el color verde representa una situación normal. Para más detalles sobre los indicadores concretos incluidos en cada categoría, así como el cálculo de sus ponderaciones ver Mencía, J. y Saurina, J. (2016) «Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores». Documento Ocasional 1601 Banco de España.

Gráfico 3.1

**EL MAPA DE VULNERABILIDADES SISTÉMICAS CONTINUABA ESTABLE Y SIN SEÑALES DE ALERTA SIGNIFICATIVAS A FINALES DE 2019 (a)**

El mapa de vulnerabilidades sistémicas, cuyo objetivo es alertar sobre crisis bancarias sistémicas, se mantuvo estable en 2019, con ausencia de alertas de riesgo o con alertas de riesgo bajo, mientras que las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras de la economía española continuaron corrigiéndose. Este patrón de indicadores a diciembre de 2019 muestra que la crisis del coronavirus no se ha generado endógenamente en el sistema financiero, sino que supone un *shock* exógeno sobre este.



FUENTE: Banco de España.

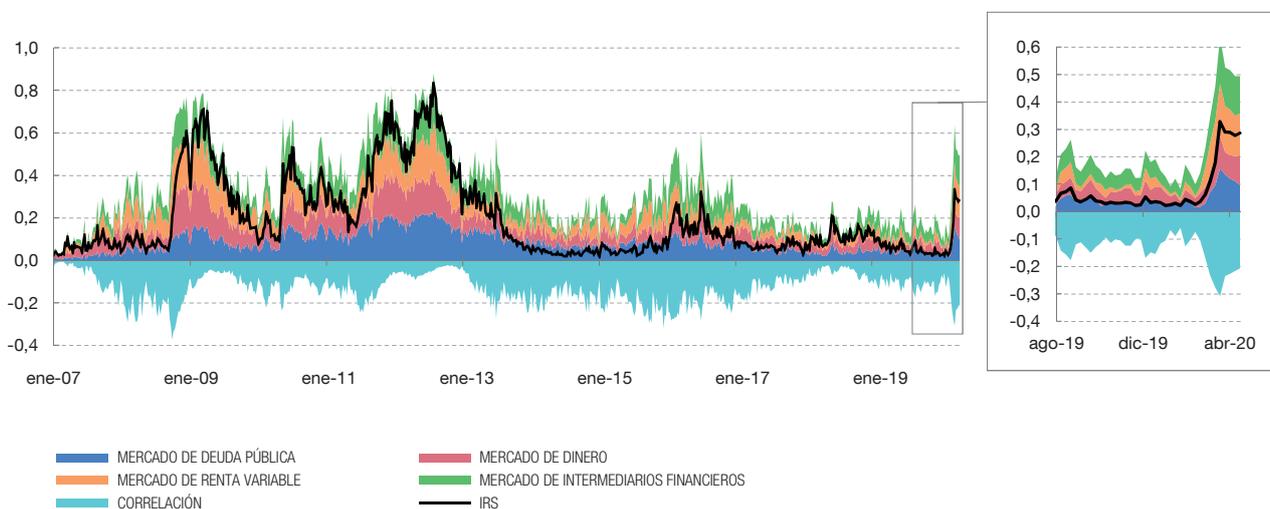
a La escala de colores identifica cuatro niveles de riesgo: i) situación normal (color verde), ii) riesgo bajo (color amarillo), iii) riesgo medio (color naranja) y, iv) riesgo alto (color rojo). La franja superior sombreada señala el período de la última crisis sistémica. Algunos indicadores a diciembre de 2019 se basan en información provisional.

**sistémicas, como los de mercados financieros o liquidez podrán verse significativamente afectados.** Estos indicadores se construyen a partir de datos de los mercados financieros, que tienden a reaccionar de forma rápida ante cambios en el entorno macrofinanciero. Con un retardo un poco mayor, es esperable que también los indicadores sobre la situación económica y financiera actual comiencen a mostrar alertas a medida que la paralización parcial de la actividad económica comience a ser recogida por la evolución del PIB, el desempleo y el resto de variables incluidas en esta categoría.

**En este contexto, el indicador de riesgo sistémico (IRS) ha repuntado con fuerza debido al aumento de la volatilidad en los mercados financieros** (véase gráfico 3.2). El IRS pertenece a la clase de indicadores macroprudenciales «contemporáneos», porque está diseñado para capturar en tiempo real los aumentos en el nivel de las perturbaciones sistémicas. De hecho, es un indicador sintético que integra información de los cuatro segmentos más representativos de los mercados financieros: mercados de dinero, deuda pública, renta variable

### EL INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO PARA EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL HA REPUNTADO CON FUERZA POR LA PROPAGACIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 (a)

El Indicador de Riesgo Sistémico (IRS) que se mantuvo en niveles muy bajos durante todo 2019, ha repuntado con fuerza debido a los efectos del coronavirus sobre los mercados financieros. El nivel de tensión en los diferentes mercados que lo componen no es homogéneo, siendo especialmente alto en el mercado de renta variable y no tan elevado en el mercado de dinero.



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a El indicador de riesgo sistémico (IRS) agrega doce indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, etc.) de diferentes segmentos del sistema financiero español (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros). Para el cálculo del IRS, se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS registra valores más altos cuando la correlación entre los cuatro mercados es alta (i.e. situaciones en las que existe un alto –o bajo– nivel de estrés en los cuatro mercados a la vez) y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa (i.e. situaciones en las que el nivel de estrés es alto en unos mercados y bajo en otros). Para una explicación detallada de este indicador, véase Recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.

e intermediarios financieros. Por lo tanto, los aumentos en este indicador capturan tensiones simultáneas en estos cuatro segmentos, de forma que los incrementos del IRS efectivamente reflejan que el estrés es sistémico. Este indicador se había mantenido en niveles de alerta baja desde las tensiones financieras producidas tras el referéndum del Brexit en 2016, y descendió hasta valores mínimos históricos a finales de 2019. No obstante, desde febrero de 2020 el indicador ha repuntado con fuerza coincidiendo con el aumento de la volatilidad en los mercados financieros asociado al Covid-19, que le ha llevado ya a superar los niveles observados en 2016. De hecho, el ritmo inicial de aumento del IRS durante esta crisis superó al observado al inicio de la crisis financiera global, si bien se ha frenado posteriormente de forma rápida. De hecho, los últimos datos muestran una leve corrección en este indicador, lo que puede reflejar el impacto de las medidas adoptadas, aunque en las últimas semanas parece haberse estancado.

## 3.2 Actuaciones prudenciales en respuesta al Covid-19

### 3.2.1 Actuaciones de política macroprudencial

**La política macroprudencial tiene como objetivo mitigar el impacto de disrupciones financieras sistémicas, como la generada por el Covid-19, sobre la economía real.** La pandemia del coronavirus Covid-19 y las necesarias medidas para contenerla están suponiendo una seria disrupción de la actividad económica a nivel global. Aunque ésta pueda ser una perturbación de naturaleza transitoria, la persistencia de sus efectos dependerá en gran medida de la respuesta de las políticas públicas y del comportamiento de los agentes económicos. En este contexto, las entidades de crédito pueden y deben jugar un papel fundamental para contribuir a estabilizar la economía. Es su papel de intermediarios de los flujos de financiación lo que permite a los agentes económicos hacer frente a sus necesidades financieras de corto plazo, transformándolas en pasivos con vencimiento a más largo plazo.

**Uno de los objetivos principales de la política macroprudencial es ayudar a que las entidades sigan proporcionando la financiación necesaria a hogares y empresas, incluso en entornos adversos como el actual.** En aras de alcanzar este objetivo, pueden liberarse determinados requerimientos de colchones de capital previamente constituidos, para facilitar que las entidades puedan estar en mejor posición de absorber el previsible aumento de las pérdidas, e intentar evitar así que éstas se vean forzadas a restringir la oferta de crédito a proyectos que, antes de la perturbación, eran financieramente viables. Siguiendo este razonamiento, diversas autoridades nacionales europeas han tomado medidas macroprudenciales recientemente, según las circunstancias específicas de cada país, y en función de la calibración de los colchones de capital previamente acumulados al estallido de la pandemia (véase el recuadro 3.1).

**La política macroprudencial opera construyendo colchones de capital y asegurando que las condiciones de concesión de los préstamos son adecuadas en las fases de acumulación de riesgos, y liberando esos colchones cuando los riesgos se materializan.** De esta forma, contribuiría a suavizar el ciclo financiero, al limitar el desarrollo del riesgo sistémico en las fases expansivas y mitigar el ajuste de la actividad crediticia de las entidades durante las fases recesivas. En las actuales circunstancias, al tratarse de un shock exógeno y no de la materialización de un riesgo generado endógenamente por el sector financiero, la liberación de los colchones de capital constituidos previamente permitiría que las entidades pudieran absorber el previsible aumento de las pérdidas sin que esto las lleve a restringir la oferta de crédito a proyectos financieramente viables. De esta forma, se evitaría que el sector financiero acentuase la recesión económica, al seguir proporcionando financiación a las empresas y los hogares.

**El Banco de España ha mantenido el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA) en el 0 % y las actuales circunstancias aconsejan su mantenimiento en este nivel, al menos hasta que los principales efectos económicos y financieros derivados de la crisis del coronavirus se hayan disipado<sup>2</sup>.** De hecho, las autoridades de otros países europeos que habían activado este instrumento en el pasado, como consecuencia en la mayoría de los casos de crecimientos excesivos del crédito en sus economías, han procedido ahora a su liberación (fijándolo en el 0 %, véase recuadro 3.1). En el caso español, el colchón de capital anticíclico se encuentra en la actualidad fijado en el 0 %, dado el análisis previo de ausencia de señales de alerta. En cualquier caso, se anticipa no activar este instrumento por un periodo de tiempo prolongado, al menos hasta que los principales efectos económicos y financieros derivados de la crisis del coronavirus se hayan disipado. En este sentido, una importante lección de los efectos de esta perturbación, es la necesidad de explorar todas las posibilidades que ofrece el marco original diseñado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), para que las decisiones de activación de este instrumento no se circunscriban exclusivamente a situaciones de crecimiento excesivo del crédito. También revela la necesidad de que los requerimientos de capital más ajustables al ciclo macrofinanciero ganen peso entre los requerimientos totales que se piden a las entidades (véase el recuadro 3.2 para un análisis coste-beneficio del establecimiento y liberación de medidas macroprudenciales).

**La brecha de crédito-PIB, que es el indicador principal para identificar desequilibrios del crédito de forma adelantada continuaba por debajo del nivel de equilibrio de largo plazo antes de la pandemia (véase gráfico 3.3)<sup>3</sup>.** Es previsible que durante este año se produzca un deterioro significativo del PIB, aunque todavía existe mucha incertidumbre sobre su magnitud. Algunos estudios empíricos muestran que, en esta fase de ajuste de la actividad se pueden producir caídas del PIB con mayor rapidez que las caídas del crédito, ya que el PIB es una medida de flujo que reacciona más rápido que medidas de stock como el crédito total<sup>4</sup>. Esto podría dar lugar a que la brecha crédito-PIB, así como otros indicadores de desequilibrio similares, envíen señales equívocas. Por tanto, los indicadores empleados habitualmente para identificar desarrollos no sostenibles durante las fases alcistas del ciclo financiero

2 Véase la nota de prensa «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0 %», de 31 de marzo de 2020. Por otro lado, en 2019 se procedió a una nueva revisión de los colchones sobre Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS) con efectos en 2020 y Entidades de Importancia Sistémica Mundial (EISM) para 2021, como se describe en la nota de prensa «El Banco de España actualiza la lista de las entidades sistémicas y establece sus colchones de capital» de 25 de noviembre de 2019. La relación de entidades identificadas como OEIS y EISM y sus colchones de capital asociados no experimentaron variaciones con respecto a los anunciados en el año anterior.

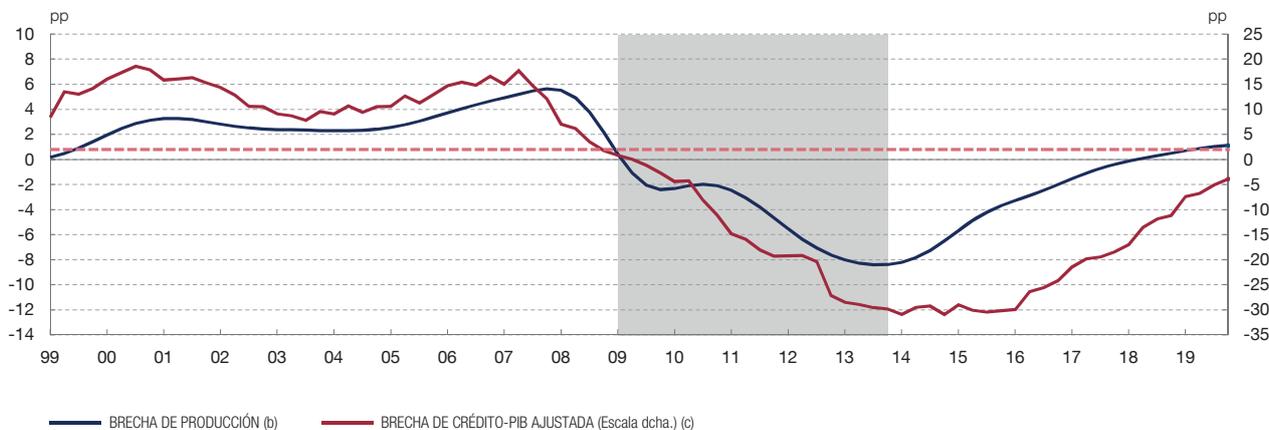
3 Una descripción de la brecha de crédito-PIB empleada por el Banco de España y su desempeño puede verse en el Recuadro 3.2 del Informe de Estabilidad Financiera de Mayo de 2019. Para detalles sobre su cálculo y una comparación con la formulación estándar de la brecha de crédito-PIB del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y otras alternativas, véase Galán, J.E. (2019). *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*. Documento Ocasional N.º 1906, Banco de España

4 Repullo, R. y J. Saurina (2011). «*The countercyclical capital buffer of Basel III: a critical assessment*». CEPR Discussion Paper No. DP8304.

Gráfico 3.3

### LA BRECHA CRÉDITO-PIB SE APROXIMABA EN 2019 AL UMBRAL DE ACTIVACIÓN DEL CCA, ANTES DEL ESTALLIDO DEL COVID-19 (a)

A finales de 2019, la brecha de producción seguía mostrando valores positivos, mientras que la brecha de crédito-PIB continuaba cerrándose. El previsible deterioro del PIB en 2020 alterará estas tendencias, modificando la interpretación de la brecha de crédito-PIB con respecto al periodo de recuperación.



FUENTE: Banco de España.

- El área sombreada muestra el último período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013). La línea horizontal punteada representa el umbral de activación del CCA igual a 2 pp.
- 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 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 de mejor manera a los ciclos financieros observados en España históricamente.

resultan menos útiles en esta nueva fase de disrupción de la actividad, que, además, ha sido ocasionada por factores externos al ciclo financiero. Por eso, es necesario incorporar en las decisiones sobre el CCA durante fases de caídas del PIB algunos indicadores de riesgo sistémico contemporáneos como el IRS.

**Se permitirá a las entidades operar temporalmente por debajo de los requerimientos macroprudenciales estructurales.** Aunque en España no se ha llegado a activar el CCA, a lo largo de los últimos años los bancos españoles sí han acumulado otros colchones y requerimientos de capital, con el fin, precisamente, de ser utilizados para absorber pérdidas ante escenarios como el generado por el Covid-19. En este sentido, el BCE, la ABE y el BCBS han impulsado que las entidades de crédito puedan utilizar los colchones de capital y de liquidez disponibles y hacer un uso oportuno de la flexibilidad existente en la regulación prudencial para acomodarse a la nueva situación. Por otro lado, el BCBS ha decidido retrasar un año (de 2022 a 2023) la implantación de la metodología revisada de identificación de las Entidades de Importancia Sistémica Mundial y también la plena implementación de Basilea 3. Adicionalmente, el BCBS ha aplazado la finalización del periodo transitorio

para el suelo a los requerimientos de capital por modelos internos hasta el 1 de enero de 2028.

### 3.2.2 Actuaciones de política microprudencial

**Las autoridades microprudenciales han puesto en marcha una serie de medidas de flexibilidad operativa, prudencial y regulatoria para evitar interrupciones en el funcionamiento del sistema bancario y asegurar la continuidad del flujo de crédito bancario.** Las entidades de depósito españolas han recibido una serie de indicaciones sobre estas medidas de flexibilidad en las comunicaciones recientes de ABE, BCE y Banco de España, que como autoridad nacional competente miembro del MUS, ha asumido las medidas comunicadas por la Supervisión Bancaria del BCE, y las ha extendido, en la medida en que se puedan aplicar, a las entidades bajo su supervisión directa.

**En primer lugar, se han adaptado los procesos supervisores para liberar recursos operativos de las entidades que puedan ser orientados a garantizar la continuidad de negocio.** Por un lado, la ABE decidió posponer el ejercicio de estrés test a 2021, ampliando el contenido del ejercicio de transparencia de 2020, con el objetivo de liberar recursos de las entidades para que pudieran priorizar la continuidad del negocio. Al mismo tiempo, recomendó a las autoridades supervisoras nacionales actuar en esa misma línea con todas las áreas del reporte supervisor no esenciales para el estrecho seguimiento de la situación durante la crisis. En la misma línea, la Supervisión Bancaria del BCE, para asegurar la continuidad operativa, solicitó a las entidades que incluyeran el riesgo de pandemia en sus planes de contingencia y revisaran sus planes de continuidad de negocio a la vez que acordó una serie de medidas tendentes a aligerar la carga supervisora y el cumplimiento de los requerimientos de capital. Así, se anunciaron prórrogas de los plazos para el cumplimiento de las medidas correctoras requeridas en las inspecciones *in situ* y revisiones de modelos internos concluidas, así como la aplicación flexible de la guía del BCE sobre activos dudosos.

**Adicionalmente, los requisitos supervisores han sido ajustados de forma que las entidades puedan hacer uso efectivo de los colchones disponibles para absorber pérdidas inesperadas asociadas a la pandemia de Covid-19.** La ABE animó a permitir la utilización de los colchones de liquidez. Igualmente, la Supervisión Bancaria del BCE ha anunciado también que se permitiría a los bancos operar temporalmente por debajo de los niveles establecidos por el P2G, el colchón de conservación del capital y la ratio de liquidez, y se anticiparía la posibilidad de cubrir parte del P2R con capital distinto del CET1, todo ello dirigido a mantener el crédito. Finalmente, la Junta Única de Resolución también aclaró que utilizará una aproximación prospectiva para supervisar el cumplimiento del MREL y que este requerimiento no limite hacer uso de los colchones de capital liberados por las autoridades macro y micro-prudenciales.

### 3.2.3 Respuesta prudencial en materia contable

Recientemente tanto organismos nacionales como internacionales (Banco de España<sup>5</sup>, BCE<sup>6</sup>, ABE<sup>7</sup>, Autoridad de Mercados y Valores Europea –ESMA–<sup>8</sup> y el Comité de Organismos Supervisores de Auditoría Europeos –CEAOB–<sup>9</sup>) han emitido diferentes comunicados aclarando los efectos del Covid-19 en la información financiera de las entidades y, en muchos casos, flexibilizando el marco regulador e impacto prudencial de esta información. Las medidas se centran en clarificar el impacto de la normativa contable existente para un cálculo adecuado del deterioro por riesgo de crédito de los activos financieros en el ejercicio 2020, que distinga efectos transitorios de permanentes, y reconozca el papel de las medidas públicas para el sostenimiento del crédito. Los elementos clave de las guías supervisoras clarifican que:

- La existencia de importes vencidos con más de treinta días de antigüedad derivados de la crisis de la pandemia no implica su clasificación automática como activos en vigilancia especial.
- La existencia de dificultades de liquidez en prestatarios con un buen comportamiento de pago no llevará automáticamente a identificar como refinanciaciones o reestructuraciones las modificaciones de las operaciones motivadas por la crisis del Covid-19.
- Las entidades deben considerar a la hora de estimar la pérdida esperada toda la vida de la operación y otorgar más peso a las proyecciones de más largo plazo.
- Se aplicará flexibilidad, con carácter temporal, con respecto a la clasificación de los deudores como dudosos no morosos cuando las entidades utilicen garantías públicas concedidas en el contexto del coronavirus, moratorias legales o establecidas por la industria bancaria que cumplan ciertas condiciones.
- Se considerarán todas las ayudas públicas recibidas por el Covid-19 en el cálculo de la pérdida esperada.

---

5 Nota informativa, de 30 de marzo de 2020, sobre el uso de la flexibilidad prevista en la normativa contable ante el *shock* causado por el Covid-19. Actualizado a 3/4/2020.

6 Nota de prensa del Banco Central Europeo de 20 de marzo de 2020, sobre flexibilidad adicional para los bancos en respuesta al coronavirus.

7 Comunicación de la ABE de 25 de marzo de 2020, sobre la aplicación del marco prudencial en lo relativo a impago, refinanciaciones e IFRS 9 a la vista de las medidas de respuesta a la Covid-19.

8 Comunicación de ESMA de 25 de marzo de 2020 sobre las implicaciones contables del estallido de la Covid-19 en la estimación de pérdidas esperadas por riesgo de crédito bajo IFRS 9.

9 Decisión de la CEAOB áreas de alta importancia a raíz del impacto del Covid-19 en la auditoría de información financiera. Adoptada el 24 de Marzo 2020.

**Estas medidas contribuirán a evitar un comportamiento procíclico y mecanicista de las provisiones<sup>10</sup> que se traduzca en un ajuste a la baja del volumen de crédito ante la crisis del Covid-19, moderando también el impacto en la rentabilidad.** La expectativa supervisora de una aplicación adecuada de la normativa contable, con el objeto de diferenciar problemas de liquidez transitorios de deterioros permanentes de la calidad del crédito evitará un ajuste mecanicista y abrupto de las calificaciones crediticias, limitando una reclasificación automática de exposiciones afectadas por perturbaciones transitorias a dudosos y refinanciaciones. La consideración del impacto positivo de avales públicos y moratorias sobre la capacidad de pago de los agentes del sector privado también mitiga el deterioro en las calificaciones crediticias. Ambos efectos proporcionarían a las entidades incentivos para mantener su función de intermediación crediticia y evitar reducciones automáticas del volumen de crédito que agraven el impacto de la crisis del Covid-19. La distinción entre deterioros temporales y permanentes de la calidad crediticia y la consideración del valor de las garantías públicas concedidas, limitaría también el ritmo de crecimiento de las provisiones por deterioro, y moderaría el impacto negativo sobre la rentabilidad.

**La aplicación de una supervisión continua y adecuada, dentro de las necesidades operativas impuestas por la pandemia de Covid-19, debe evitar demoras en la identificación y reconocimiento de los riesgos efectivamente materializados.** Las medidas pretenden evitar que una aplicación mecanicista de las normas contables lleve a un efecto procíclico. Sin embargo, una mala utilización de las mismas podría facilitar ciertas prácticas contables inadecuadas, demorando el reconocimiento de deterioros efectivos en la calidad de crédito de ciertas exposiciones. Por este motivo, las guías supervisoras consideran también que las medidas en materia contable no deben suponer un menoscabo en la adecuada identificación de deterioros y la asignación de coberturas razonables por riesgo de crédito, proporcionando a las entidades los incentivos necesarios para el mantenimiento de estándares adecuados a las expectativas supervisoras. Estas incluyen también la adaptación de los sistemas internos de las entidades para la correcta identificación de las operaciones afectadas por estas medidas de adaptación contable a la crisis del Covid-19.

**Las autoridades también están tratando de aliviar temporalmente la cantidad de información contable que tienen que reportar las entidades.** Dadas las implicaciones operativas que está teniendo esta pandemia, las autoridades también están priorizando el reporte de información que permita hacer un seguimiento más cercano del impacto que está teniendo la crisis y de la efectividad de las medidas adoptadas. En este sentido, el Banco de España está recopilando

---

<sup>10</sup> Para un análisis más completo del impacto que puede tener una aplicación mecanicista de las normas contables ante una perturbación de naturaleza transitoria véase: Abad, J. y J. Suárez (2017): «Assessing the cyclical implications of IFRS 9 – a recursive model», ESRB Occasional Paper Series, No. 12.

de las entidades toda la información necesaria para poder hacer un seguimiento cercano de la forma en que las entidades están haciendo uso de las medidas públicas de lucha contra la crisis y de adaptación contable. Al mismo tiempo, se está proporcionando una moratoria temporal en el envío de otro tipo de información que se considera secundaria en esta situación.

### 3.2.4 Otras actuaciones

**La eliminación del reparto de dividendos y la prudencia en el pago de bonus a sus empleados, como han recomendado la ABE y el BCE a los bancos bajo su supervisión y ha extendido el Banco de España a las entidades menos significativas españolas<sup>11</sup>, son instrumentos necesarios para canalizar la generación de resultados hacia el refuerzo de la solvencia.** El BCE<sup>12</sup>, el Banco de España, y posteriormente la ABE<sup>13</sup>, han aprobado recomendaciones en las que piden a las entidades que no distribuyan dividendos con relación a los ejercicios de 2019 y 2020, al menos hasta el 1 de octubre de este año, además de abstenerse de llevar a cabo recompras de acciones para remunerar a sus accionistas. La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Colegio de Registradores de España han emitido un comunicado conjunto<sup>14</sup>, para indicar cómo proceder en el caso de las entidades hayan aprobado un dividendo y quieran realizar modificaciones.

**Las entidades disponen de margen de ajuste en sus políticas de distribución para adaptarse a las guías proporcionadas por los supervisores microprudenciales y, de esta forma, reforzar su solvencia.** Con carácter general, todas las entidades significativas españolas, que pudiendo legalmente suspender o aplazar el dividendo sobre los resultados de 2019, han seguido la recomendación del BCE y han llevado a cabo estas acciones. A modo de ilustración, en el gráfico 3.4, se presenta la evolución de los beneficios y la política de reparto de dividendos de seis entidades de depósito españolas en los últimos años. Como se puede apreciar, en un entorno de descenso de los beneficios del sector en 2019, antes de la recomendación del BCE del 27 de marzo, una de las entidades con reducción de beneficios preveía un recorte de su dividendo y las otras cuatro un mantenimiento. Tras la recomendación, la primera entidad ha acentuado el recorte, añadiéndose otra de las entidades al ajuste. El resto de las entidades no ha podido sumarse debido a impedimentos legales relacionados con la aprobación previa del reparto de dividendos en su junta de accionistas. Como consecuencia, la ratio

11 Véase [Nota de Prensa de Banco de España de 27 de Marzo de 2020](#).

12 Véase [Nota de Prensa del Banco Central Europeo de 27 de Marzo de 2020](#).

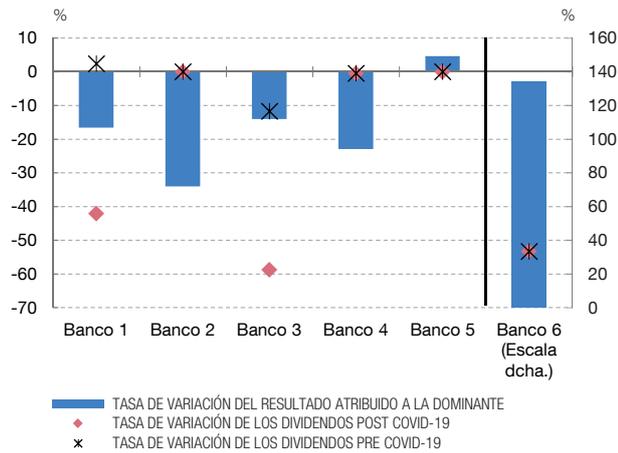
13 [EBA Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration](#) (31 March 2020).

14 [Comunicado Conjunto del Colegio de Registradores de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores](#) en relación con las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de sociedades mercantiles en el contexto de la crisis sanitaria derivada del Covid-19.(26 Marzo 2020).

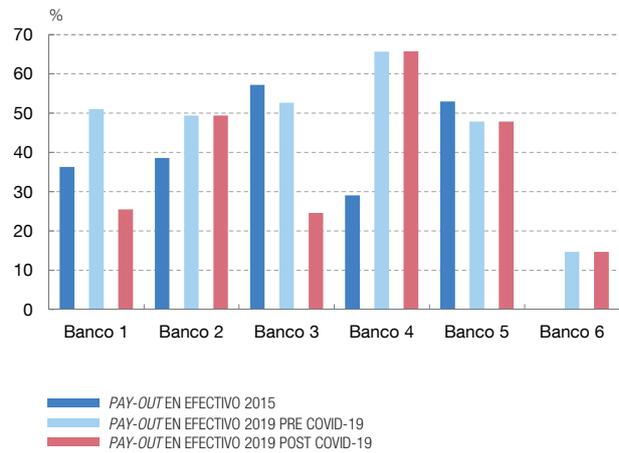
### LA RECOMENDACIÓN DEL BCE Y DEL BANCO DE ESPAÑA DE NO REPARTIR DIVIDENDOS PERMITIRÁ A LAS ENTIDADES REFORZAR SUS NIVELES DE CAPITAL PARA AFRONTAR EL IMPACTO DE LA CRISIS

Para los principales bancos españoles cotizados, el volumen de dividendos distribuido se mantenía generalmente estable en 2019, a pesar de la reducción media de resultados de este último año, siendo las ratios de *pay-out* superiores a las de 2015 para cuatro de los seis bancos cotizados. A raíz de la recomendación del BCE de 27 de marzo de 2020 sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19, los bancos con capacidad legal para limitar el reparto de dividendos sobre el resultado de 2019 han actuado, lo que ha generado una reducción significativa del *pay-out* efectivo con respecto a los planes previos a la extensión de la pandemia del coronavirus. La recomendación del BCE afectará también, con un efecto moderador, a las ratios de *pay-out* de 2020.

1 EVOLUCIÓN EN 2019 DEL RESULTADO CONSOLIDADO ATRIBUIDO A LA DOMINANTE Y DE LOS DIVIDENDOS (a)  
Principales bancos españoles cotizados



2 RATIO *PAY-OUT* EN EFECTIVO (a) (b)  
Principales bancos españoles cotizados



FUENTE: CNMV.

- a Los dividendos se refieren a los dividendos a cuenta del resultado del año correspondiente, con independencia del año en que se paguen.  
b La ratio *pay-out* en efectivo se calcula como el cociente entre el dividendo en efectivo (sin considerar el dividendo en acciones) y el beneficio atribuido a la dominante.

*pay-out* en efectivo (cociente entre el dividendo en efectivo y el beneficio atribuido a la entidad dominante) media se ha reducido con respecto a los planes iniciales de reparto sobre el resultado generado en 2019. Probablemente esta ratio experimentará una reducción aún mayor en 2020.

**MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS EN EUROPA ANTE EL COVID-19**

La pandemia del coronavirus Covid-19 y las necesarias medidas para contenerla están suponiendo una seria disrupción de la actividad económica a nivel global. Aunque ésta pueda ser una perturbación transitoria, dependerá en todo caso de la respuesta de las políticas públicas y del comportamiento de los agentes el que sus efectos no sean persistentes. En este contexto, las entidades de crédito pueden y deben jugar un papel fundamental para contribuir a estabilizar la economía. Es su papel de intermediarios de los flujos de financiación lo que permite a los agentes económicos hacer frente a sus necesidades financieras de corto plazo, transformándolas en pasivos con vencimiento a más largo plazo. Uno de los objetivos principales de la política macroprudencial es precisamente ayudar a que las entidades sigan proporcionando la financiación necesaria a hogares y empresas precisamente en entornos adversos como el actual. Para ello, se liberarían los colchones de capital constituidos previamente, para que las entidades pudieran absorber el previsible aumento de las pérdidas, sin que esto las lleve a restringir la oferta de crédito a proyectos financieramente viables. Por ello, diversas autoridades nacionales europeas han tomado medidas macroprudenciales, según las circunstancias específicas de cada país, y en función de los colchones de capital que estaban activados con carácter previo al estallido de la pandemia.

El ámbito de la comunicación es un aspecto importante a considerar por su impacto inmediato sobre las expectativas de los agentes. De hecho, a medida que el Covid-19 se iba propagando en España, las autoridades han llevado a cabo, con frecuencia creciente, comunicaciones públicas para informar de los acontecimientos y desarrollo de la situación, con atención también a su impacto sobre la actividad económica. La comunicación es un elemento clave de la política macroprudencial y, en particular, del colchón de capital anticíclico (CCA), que es objeto de revisión trimestral<sup>1</sup>. Esta crisis ha llevado a enfatizar que la posición en la que nos encontramos en el ciclo económico y financiero ha cambiado, y que la nueva coyuntura no solo no es propicia para la activación de este instrumento en España, sino también para no activarlo, al menos, hasta que los

principales efectos económicos y financieros derivados de la crisis del coronavirus se hayan disipado. En consonancia con esta decisión, la mayor parte de los países europeos que habían activado el CCA en el pasado, en muchos casos porque sus autoridades habían observado señales de crecimiento excesivo del crédito en sus países, han reaccionado con prontitud para liberar total o parcialmente el CCA (véase cuadro 1).

Otros países no habían utilizado el CCA previamente pero sí habían activado otros instrumentos macroprudenciales disponibles en la regulación, como por ejemplo el colchón contra riesgos sistémicos (CRS). Este tipo de instrumentos son principalmente estructurales o acíclicos. Es decir, no están concebidos para su liberación en entornos cíclicos adversos como el actual. No obstante, la intensidad de las perturbaciones sistémicas experimentadas, y la ausencia de otro tipo de colchones, ha llevado a algunos países a acordar su liberación, como única alternativa inmediata para relajar la presión regulatoria sobre sus entidades. De hecho, el cuadro 1 muestra que algunos países están también reduciendo, o retrasando la implantación de otros colchones estructurales, como los que se exigen a las Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS). En el ámbito del área del euro, todas estas medidas macroprudenciales nacionales han sido respaldadas por el BCE<sup>2</sup>.

El uso de instrumentos estructurales para lograr objetivos cíclicos plantea un desafío de comunicación, tanto por el cambio de objetivo del instrumento como por la gestión del retorno a tiempos normales o la incertidumbre que puede generar sobre la finalidad de estos colchones ante eventuales *shocks* futuros. Estas decisiones suponen en la práctica una transferencia de espacio macroprudencial desde los instrumentos estructurales a otros con mayor grado de automaticidad, basados en indicadores cíclicos como el CCA. En este sentido, cabe destacar el anuncio efectuado por el Banco de Holanda el 17 de marzo, en el que ya ha avanzado su intención, una vez superada la crisis, de fijar un porcentaje positivo del CCA como vía para compensar la reciente reducción del CRS y retornar así a los niveles de requerimientos de capital previos al Covid-19, asegurando al mismo tiempo una composición cíclico-estructural de requerimientos de capital más flexible ante futuros episodios adversos.

1 Véase la nota de prensa del Banco de España «El Banco de España mantiene el colchón de capital anticíclico en el 0%», de 31 de marzo de 2020.

2 Véase la nota de prensa del Banco de España «El BCE respalda las medidas macroprudenciales adoptadas en respuesta al brote de coronavirus», de 15 de abril de 2020.

**MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS EN EUROPA ANTE EL COVID-19 (cont.)**Cuadro 1  
MEDIDAS MACROPRUDENCIALES EN EUROPA (a) (b)

País	CCA (%)			Otras medidas macroprudenciales de adopción reciente
	Efectivo en marzo 2020	Último anuncio antes del Covid-19	Anunciado tras el Covid-19	
Alemania	0,00	0,25	0,00	
Bélgica	0,00	0,50	0,00	
Bulgaria	0,50	1,50	0,50	
Chipre				Aplazamiento a 2023 del final del periodo de implantación de los colchones de OEIS
Dinamarca	1,00	2,00	0,00	
Eslovenia				Restricción temporal a la distribución de beneficios de las entidades de crédito
Estonia				Reducción completa del CRS
Finlandia				Reducción completa del CRS y reducción selectiva de los colchones de OEIS
Francia	0,25	0,50	0,00	
Hungría				Reducción completa de los colchones de OEIS
Irlanda	1,00	1,00	0,00	
Islandia	2,00	2,00	0,00	
Lituania	1,00	1,00	0,00	
Noruega	1,00	2,50	1,00	
Países Bajos				Reducción parcial y selectiva del CRS y de los colchones de OEIS Aplazamiento de la introducción de suelos mínimos sobre las ponderaciones de riesgo para exposiciones inmobiliarias calculadas por entidades sujetas a modelos internos
Polonia				Reducción completa del CRS
Portugal				Relajación de una recomendación aplicable a entidades bancarias sobre condiciones de financiación crediticia (límite al servicio de la deuda para préstamos a familias destinados a cubrir problemas temporales de liquidez)
Reino Unido	1,00	2,00	0,00	
República Checa	1,75	2,00	1,75	
Suecia	2,50	2,50	0,00	

FUENTE: Banco de España.

- a El cuadro muestra las medidas macroprudenciales en Europa a partir de información pública disponible a 15 de abril de 2020.
- b CCA y CRS son el Colchón de Capital Anticíclico y el Colchón de Riesgo Sistémico, respectivamente. OEIS son las Otras Entidades de Importancia sistémica. La tercera columna se refiere al último valor del CCA que fue anunciado antes de la propagación del Covid-19, y que habría entrado en vigor 12 meses después del anuncio. La liberación del CCA tiene efectos inmediatos. Los países del cuadro que no han modificado el CCA tras el Covid-19 figuran sin dato en las columnas dedicadas a este instrumento. No figuran en el cuadro los países europeos que no han modificado ningún instrumento macroprudencial a causa del Covid-19.

Como ya se ha indicado, en España no se habían activado los requerimientos macroprudenciales cíclicos, si bien a lo largo de los últimos años los bancos españoles han acumulado otros colchones y requerimientos de capital, con el fin, precisamente, de ser utilizados para absorber pérdidas ante escenarios como el generado por el Covid-19. En este sentido, el BCE anunció el 12 de marzo que va a permitir de manera temporal a las entidades significativas

(bajo su supervisión directa) operar por debajo del nivel fijado para algunos requerimientos como el colchón de conservación de capital, la recomendación de Pilar 2 (P2G) y la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés). La capacidad conjunta de absorción de pérdidas inesperadas de los colchones de capital micro y macroprudenciales para las entidades de depósito españolas se presenta en el capítulo 2 (véase gráfico 2.13).

**ANÁLISIS COSTE-BENEFICIO DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL**

La mayoría de estudios empíricos que analizan el impacto de la política macroprudencial en la economía identifican efectos positivos, como la reducción de la probabilidad de ocurrencia de crisis sistémicas o la moderación del crecimiento del crédito y de los precios de la vivienda cuando estos se expanden de forma insostenible. Sin embargo, generalmente se identifica un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB en el corto plazo. Este resultado se atribuye a que el efecto de moderación sobre las variables financieras suaviza también el ritmo de crecimiento económico. No obstante, cabe pensar que la disminución del riesgo financiero sistémico también debería reflejarse en un menor riesgo de crecimiento económico muy bajo o de recesiones muy severas en el futuro.

Para tratar de analizar este balance entre los costes a corto plazo y los beneficios a medio y largo plazo, se ha desarrollado en el Banco de España un estudio para el conjunto de la Unión Europea que estima los efectos de la política macroprudencial sobre el crecimiento económico futuro<sup>1</sup>. La metodología utilizada permite evaluar el impacto de una serie de medidas macroprudenciales sobre distintos percentiles de la distribución futura del crecimiento del PIB real a diferentes horizontes. En particular, este ejercicio permite diferenciar el impacto sobre un escenario central de crecimiento económico (percentil 50), de aquel sobre un escenario de muy bajo crecimiento o recesión que ocurriría con una probabilidad del 5% (percentil 5).

Los resultados evidencian efectos diferenciados tanto sobre los distintos percentiles de la distribución como a distintos horizontes. El principal resultado es que, aunque el impacto de la activación o endurecimiento de las medidas macroprudenciales suele afectar negativamente al crecimiento del PIB en un escenario central, el impacto sobre la cola izquierda de la distribución (escenarios de recesiones) es positivo. Esto es, la activación de instrumentos macroprudenciales reduce el crecimiento en situaciones normales, pero modera sustancialmente el retroceso del PIB en escenarios adversos.

Además, el impacto de las herramientas macroprudenciales depende de la fase del ciclo financiero y de la dirección

de estas políticas. Por una parte, el endurecimiento de la política macroprudencial durante fases expansivas del ciclo tiene efectos positivos sobre posibles escenarios adversos futuros. Estos efectos suelen observarse con algún retardo. Por otra parte, la desactivación o relajación de medidas macroprudenciales durante episodios de crisis financiera presenta beneficios a lo largo de toda la distribución de crecimiento del PIB y estos se materializan rápidamente.

No obstante, la magnitud y la velocidad con que se materializan estos beneficios dependen del tipo de instrumento implementado. En el caso de las medidas que modifican los requerimientos de capital de las entidades, su endurecimiento durante fases expansivas del ciclo financiero produciría incrementos de hasta 1 pp de las tasas de crecimiento económico futuras en escenarios adversos que ocurrirían con una probabilidad del 5%. Es decir, un aumento en los requerimientos de capital (por ej., a través del colchón de capital anticíclico, CCA) reduciría el impacto económico que ocasionaría la materialización de las vulnerabilidades identificadas. No obstante, estos beneficios se producen con cierto retraso. En particular, el máximo beneficio de una medida de capital se observa tres años después de la implementación de la medida (véanse gráficos 1 y 2). Por otra parte, los efectos de una liberación de medidas de capital como el CCA durante períodos de crisis financieras serían positivos a lo largo de toda la distribución del crecimiento del PIB, pero incidirían especialmente en la mejora de los escenarios más negativos. Adicionalmente, este efecto positivo de una liberación de capital sería inmediato. Este ejercicio confirma que los beneficios del aumento del CCA durante la fase expansiva y su posterior liberación en etapas de crisis serían claramente superiores a los costes de su acumulación en períodos de expansión.

Por lo que respecta a la introducción de límites sobre los criterios de concesión del crédito, también se encuentran efectos positivos de su endurecimiento durante fases del ciclo expansivas sobre los escenarios más negativos de crecimiento económico. Este impacto positivo supera al impacto negativo estimado en la mediana de la distribución (véanse gráficos 3 y 4). A diferencia de las herramientas

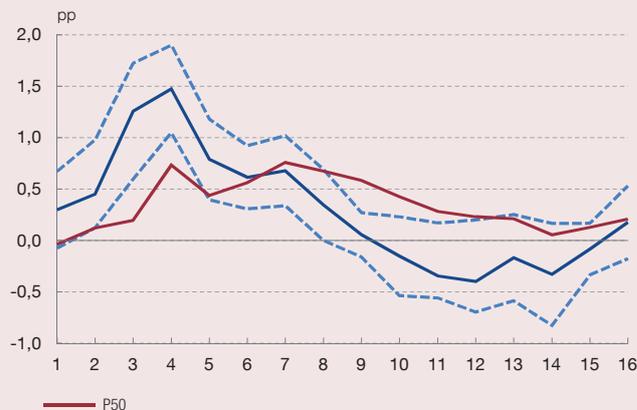
1 Para estas estimaciones se utilizan modelos de regresión cuantílica con efectos fijos donde la variable dependiente es el crecimiento futuro del PIB real a horizontes entre 1 y 16 trimestres. Las variables explicativas son la tasa de crecimiento anualizada de la ratio crédito-PIB en los dos últimos años, la tasa de crecimiento anualizada de los precios de la vivienda en los dos últimos años, la balanza por cuenta corriente sobre PIB, un índice de estrés financiero, el crecimiento contemporáneo del PIB, una variable que identifica los períodos de crisis financiera, así como índices de la utilización de los diferentes tipos de medidas macroprudenciales, y su interacción con los períodos de crisis. La muestra para las estimaciones se compone de un panel con información trimestral de 28 países de la Unión Europea desde 1970 hasta 2018. Para más detalles ver, Galán J.E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo No. 2007. Banco de España.

**ANÁLISIS COSTE-BENEFICIO DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL (cont.)**

**Gráfico 1**  
IMPACTO DE LA ACTIVACIÓN DEL CCA SOBRE LOS PERCENTILES 5 Y 50 DE LA DISTRIBUCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB A HORIZONTES ENTRE 1 Y 16 TRIMESTRES (a)

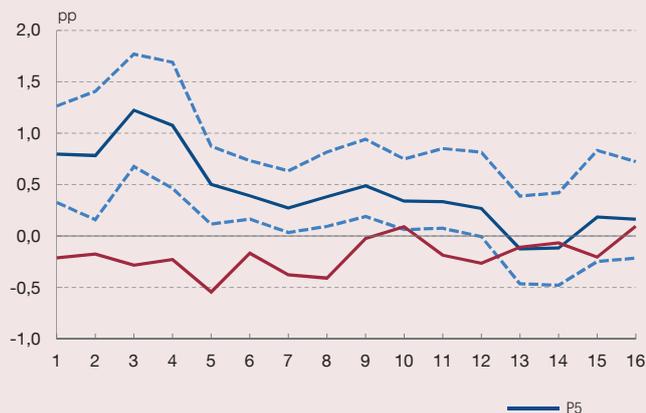


**Gráfico 2**  
IMPACTO DE LA LIBERACIÓN DEL CCA SOBRE LOS PERCENTILES 5 Y 50 DE LA DISTRIBUCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB A HORIZONTES ENTRE 1 Y 16 TRIMESTRES (a)

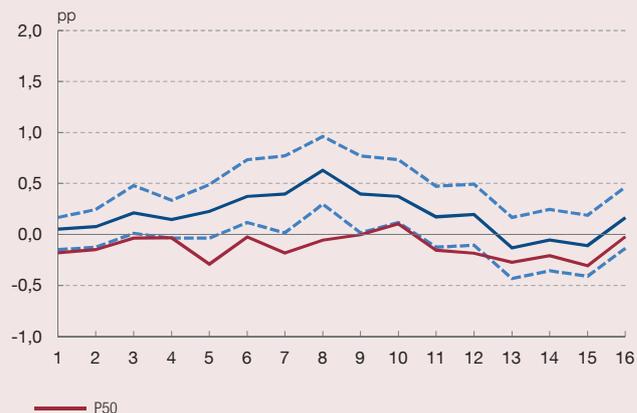


**Gráfico 3**  
IMPACTO DE LÍMITES EN LAS CONDICIONES DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS SOBRE LOS PERCENTILES 5 Y 50 DE LA DISTRIBUCIÓN DEL PIB A HORIZONTES ENTRE 1 Y 16 TRIMESTRES (a)

3.1 ENDURECIMIENTO DE LÍMITES A LAS CONDICIONES DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS EN PERÍODOS EXPANSIVOS



3.2 RELAJACIÓN DE LÍMITES A LAS CONDICIONES DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS EN PERÍODOS DE CRISIS FINANCIERA



**FUENTE:** Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo y el Banco de Pagos Internacionales.

**a** Las líneas azules y rojas continuas representan el impacto estimado en puntos porcentuales sobre el percentil 5 y 50 de la distribución condicional de crecimiento del PIB, respectivamente. Las líneas azules punteadas representan las bandas al 95 % de confianza, obtenidas mediante *bootstrapping*. El análisis se realiza para una muestra de los 28 países de la UE. Los periodos de crisis son aquellos identificados por las autoridades nacionales como eventos sistémicos de relevancia desde el punto de vista macroprudencial y publicados en la base de datos de crisis de la UE del BCE/JERS (para más detalles ver, Lo Duca, M., Koban, A., Basten, M., Bengtsson, E., Klaus, B. and Kusmierczyk, P. (2017). *A new database for financial crises in European countries. ECB/ESRB EU crises database. ESRB Occasional Paper Series* No. 13, Julio). Los periodos expansivos o de tiempos normales son aquellos fuera de crisis. Los límites a las condiciones de concesión de préstamos (medidas basadas en el prestatario y otras limitaciones a los estándares crediticios) se capturan mediante un índice acumulado que discrimina entre activación o endurecimiento y liberación o relajación de medidas (para más detalles ver, Galán J.E. (2020). *The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk*. Documentos de Trabajo No. 2007. Banco de España).

de capital, en el caso de los límites sobre las condiciones crediticias se identifica que los beneficios pueden observarse casi inmediatamente después de su introducción y que sus efectos son más duraderos en el tiempo. Por otra parte, los beneficios de la desactivación o relajación de estos límites durante fases de crisis financiera son más limitados. Este último resultado puede

reflejar que, en la práctica, las entidades tienden a endurecer las condiciones de concesión de créditos en esas circunstancias. La relajación de los límites establecidos por la autoridad macroprudencial tendría una capacidad limitada para cambiar esta dinámica, por lo que la aplicación de este tipo de medidas resulta más relevante durante las fases expansivas.



## Anejo 1

### BALANCE CONSOLIDADO ENTIDADES DE DEPÓSITO

Activo	dic-19	Var. dic-19/dic-18	Peso AT dic-18	Peso AT dic-19
	m€	%	%	%
Caja y bancos centrales	234.064	-9,3	7,3	6,4
Entidades de crédito	217.004	13,4	5,4	5,9
Crédito a las Administraciones Públicas	95.794	-1,3	2,7	2,6
Crédito al sector privado	2.168.807	4,8	58,4	59,2
Valores de renta fija	496.121	0,2	14,0	13,5
Otros instrumentos de capital	41.243	23,7	0,9	1,1
Participaciones	27.308	8,8	0,7	0,7
Derivados	139.354	4,1	3,8	3,8
Activo material	65.222	32,0	1,4	1,8
Resto del activo	181.694	-5,6	5,4	5,0
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.666.611</b>	<b>3,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.248.733	4,3	60,8	61,3
Financiación a las Administraciones Públicas	484.924	1,2	13,5	13,2
Activos dudosos totales	86.979	-12,6	2,8	2,4
Ratio de morosidad total	2,8	-15 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	dic-19	Var. dic-19/dic-18	Peso AT dic-18	Peso AT dic-19
	m€	%	%	%
Depósitos de bancos centrales	192.372	-17,9	6,6	5,2
Depósitos de entidades de crédito	287.531	4,9	7,7	7,8
Depósitos de las Administraciones Públicas	105.238	0,7	2,9	2,9
Depósitos del sector privado	2.071.103	4,8	55,8	56,5
Valores negociables y financiación subordinada	437.020	7,0	11,5	11,9
Derivados	132.542	4,1	3,6	3,6
Provisiones (incluye pensiones)	29.950	-2,6	0,9	0,8
Resto del pasivo	139.316	8,4	3,6	3,8
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3.395.072</b>	<b>3,4</b>	<b>92,6</b>	<b>92,6</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	132.713	-20,8	4,7	3,6
Fondos propios	278.173	3,7	7,6	7,6
Intereses minoritarios	21.999	-1,2	0,6	0,6
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-28.633	-3,7	-0,8	-0,8
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>271.539</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.666.611</b>	<b>3,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de diciembre de 2019.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

## Anejo 2

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA  
ENTIDADES DE DEPÓSITO**

	dic-19		dic-18	dic-19
	m€	% Var. dic-19/dic-18	% ATM	% ATM
Productos financieros	112.933	3,4	3,09	3,13
Costes financieros	39.975	5,7	1,07	1,11
Margen de intereses	72.959	2,3	2,02	2,02
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.233	20,4	0,03	0,03
Margen de intermediación	74.192	2,5	2,05	2,06
Resultados de entidades por el método de la participación	3.073	-16,3	0,10	0,09
Comisiones netas	27.290	3,0	0,75	0,76
Resultado de operaciones financieras	4.204	-10,0	0,13	0,12
Otros resultados de explotación (neto)	-3.023	—	-0,08	-0,08
Margen bruto	105.736	1,4	2,95	2,93
Gastos de explotación	54.985	3,4	1,50	1,52
Margen de explotación	50.751	-0,6	1,44	1,41
Pérdidas por deterioro	16.589	8,3	0,43	0,46
Otras dotaciones a provisiones (neto)	5.128	36,7	0,11	0,14
Otros resultados (neto)	-2.192	—	-0,03	-0,06
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	26.844	-12,9	0,87	0,74
Resultado neto	18.822	-13,1	0,61	0,52
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	16.170	-14,8	0,54	0,45

FUENTE: 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/Catalogpublicaciones.pdf>.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a [publicaciones@bde.es](mailto:publicaciones@bde.es).

Fecha de cierre de datos: 17 de abril de 2020.

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

© Banco de España, Madrid, 2020  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 26000-2003

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
ABE	Autoridad bancaria europea	JUR	Junta Única de Resolución
APM	<i>Asset performance management</i>	LCR	<i>Liquidity coverage ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
APP	Asset purchase program	LGD	<i>Loss given default</i> (pérdida en caso de impago)
APR	Activos ponderados por riesgo	LTP	<i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
AT	Activo total	LTRO	<i>Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo)
AT1	Additional Tier 1	LTV	<i>Loan-to-value</i> (cociente entre el valor del préstamo y el de la garantía)
ATM	Activos totales medios	MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
AUC-ROC	<i>Area under the curve - receiver operating characteristics</i> (área por debajo de la curva de características operativas del receptor)	ML	<i>Machine learning</i> (aprendizaje automático)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	mm	Miles de millones
BCE	Banco Central Europeo	MMSR	<i>Money Market Statistical Reporting</i>
BEI	Banco Europeo de Inversiones	MPE	<i>Macroeconomic Projection Exercise</i>
BOE	Boletín Oficial del Estado	MREL	Minimum Required Eligible Liabilities
CBBE	Central de Balances del Banco de España	MUNFI	<i>Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation</i>
CCA	Colchón de capital anticíclico	MUR	Mecanismo Único de Resolución
CCAS	Colchón de capital anticíclico sectorial	MUS	Mecanismo único de supervisión
CCB	<i>Cross-currency basis</i>	NBFI	<i>Non-banking financial intermediation</i>
CCoB	Colchón de conservación de capital	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
CEAOB	Comité de Organismos Supervisores de Auditoría Europeos	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CET1	<i>Common equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)	OIF	Otras instituciones financieras
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	OIS	Overnight Interest Swap
CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	OPEP	Organización de países exportadores de petróleo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	P2G	<i>Pillar 2 guidance</i> (recomendación de Pilar 2)
Covid-19	<i>Coronavirus disease 2019</i> (enfermedad por coronavirus)	P2R	<i>Pillar 2 requirement</i> (requerimiento de Pilar 2)
CRD	<i>Capital requirements directive</i>	pb	Puntos básicos
CRE	Commercial real estate	PD	Probabilidad de default
CRR	Capital requirements regulation	PEMEX	Petróleos Mexicanos
CRS	Colchón de riesgos sistémicos	PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (Programa de compra de emergencia pandémica)
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> (Programa de compras de deuda corporativa)	PER	<i>Price earnings ratio</i> (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
DFR	<i>Deposit facility rate</i>	PIB	Producto interior bruto
DI	Datos individuales	PII	Posición de inversión internacional
EBITDA	<i>Earnings before interests, depreciation and amortisation</i> (resultado antes de intereses, depreciaciones y amortizaciones)	PMI	Purchasing Managers' Index
ECB	European central bank	pp	Puntos porcentuales
ECC	Entidades de contrapartida central	Pymes	Pequeñas y medianas empresas
ECV	Encuesta de condiciones de vida	Q	cuartil
EEE	Espacio económico europeo	SREP	<i>Supervisory review and evaluation process</i> (proceso de revisión y evaluación supervisora)
EEMM	Estados miembros	RBD	Renta bruta disponible
EF	Economic function	ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
EFC	Establecimiento financiero de crédito	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
EFF	Encuesta financiera de las familias	ROF	Resultado de operaciones financieras
EFFR	Effective Federal Funds Rate	RORWA	<i>Return on risk weighted assets</i> (rentabilidad sobre los activos ponderados por riesgo)
EISM	Entidades de importancia sistémica mundial	ROTE	<i>Return on tangible equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto tangible)
EMCI	Emerging markets currency index	SGR	Sociedades de garantía recíproca
EME	Emerging market economy	SFNB	Sector financiero no bancario
EMIR	European Market Infrastructure Regulation	SHS	<i>Securities holdings statistics by sector</i>
ERTE	Expediente de regulación temporal de empleo	SHSS	Securities Holdings Statistics by Sector
ESMA	<i>European securities and markets authority</i> (Autoridad europea de valores y mercados)	SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
ESRB	European Systemic Risk Board	SNF	Sociedades no financieras
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
FED	Federal Reserve	T2	Tier 2
FMI	Fondo Monetario Internacional	TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
FP	Fondos propios	TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
FSB	Financial Stability Board	TR	trimestre
GDP	Gross domestic product	TS	Tribunal Supremo
GHOS	Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión	TTS	<i>Two-tier system</i> (sistema de remuneración de reservas en dos tramos)
IA	Inteligencia artificial	UE	Unión Europea
ICO	Instituto de crédito oficial	UEM	Unión Económica y Monetaria
IEF	Informe de estabilidad financiera	US OIS	<i>US Dollar Overnight Interest Swap</i>
IMF	International Monetary Fund	WEO	World Economic Outlook
INE	Instituto nacional de estadística		
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones		
IPC	Índice de precios al consumo		
IRPH	Índice de referencia de préstamos hipotecarios		
IRS	Indicador de riesgo sistémico		

## 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		