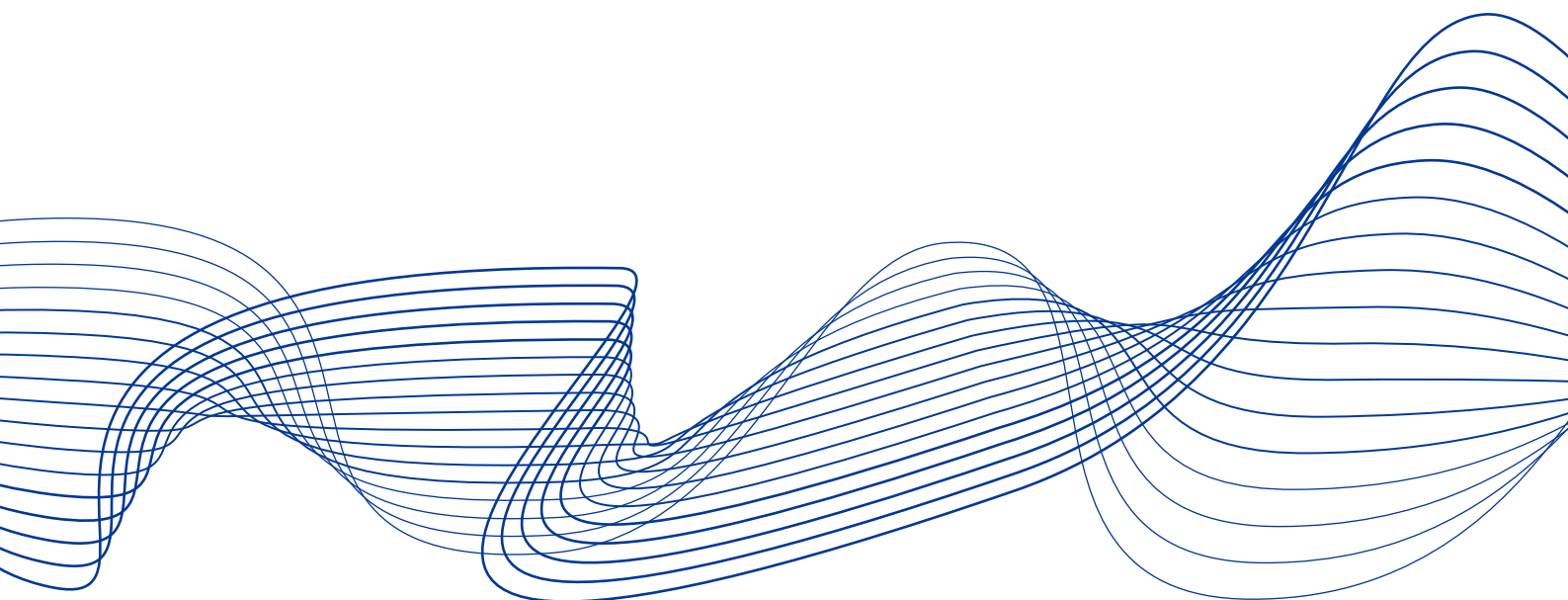


Informe Anual

2016



JERS
Junta Europea de Riesgo Sistémico
Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Índice

Prólogo	2
Resumen	3
Sección 1 – Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la Unión Europea	6
1 Reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales	10
2 Debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones	16
3 Problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y hogares	22
4 Perturbaciones y contagio procedentes de la banca en la sombra	29
Sección 2 – Políticas para hacer frente al riesgo sistémico	34
1 Avisos y recomendaciones de la JERS	34
2 Contribución de la JERS al marco de política macroprudencial de la UE	37
3 Análisis de las medidas nacionales	48
Sección 3 – Seguimiento de las recomendaciones y rendición de cuentas	58
1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS	58
2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales	64
3 El marco institucional	68
Anexo – Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2016 y el 31 de marzo de 2017	69



Prólogo



Mario Draghi,
Presidente de la Junta Europea de
Riesgo Sistémico

El sexto Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2016 y el 31 de marzo de 2017. En dicho período, la JERS continuó realizando un atento seguimiento de las vulnerabilidades del sistema financiero de la Unión Europea (UE) y contribuyó al debate relacionado sobre las políticas. La JERS prestó especial atención a dos áreas de riesgo principales. La primera se refiere a los riesgos que plantea el entorno prolongado de bajos tipos de interés. El análisis de estos riesgos, efectuado conjuntamente con el BCE, se publicó en un informe sobre las cuestiones de política macroprudencial derivadas de dicho entorno. Asimismo, este análisis hizo que la JERS considerara el riesgo identificado de debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones como uno de los dos riesgos más importantes para la estabilidad financiera de la UE, junto con el riesgo de reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros internacionales.

La segunda área de riesgo se refiere a las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial. A partir de una evaluación prospectiva del conjunto de la UE, la JERS concluyó que siguen existiendo vulnerabilidades a medio plazo en ocho Estados miembros, a los que dirigió avisos públicos. La JERS también adoptó una Recomendación sobre la eliminación de lagunas de datos, a fin de establecer un marco más armonizado para el seguimiento de la evolución de los mercados inmobiliarios residencial y comercial en la UE.

En el período analizado, la JERS también amplió su capacidad de seguimiento para incluir al sector no bancario. En concreto, publicó el primer informe anual sobre banca en la sombra (*EU Shadow Banking Monitor*), en el que identificaba fuentes y mecanismos amplificadores de los riesgos sistémicos. Asimismo, contribuyó al debate sobre la necesidad de políticas macroprudenciales para el sector financiero no bancario. Por ejemplo, presentó opciones de política a corto plazo y una agenda a largo plazo en esta área.

Además, la JERS promovió el debate sobre la política macroprudencial organizando varias conferencias y seminarios en su sede. Cabe mencionar su primera conferencia anual, celebrada en septiembre, centrada en la orientación de la política macroprudencial y en algunas de las cuestiones más destacadas que abordan los responsables de las políticas macroprudenciales, como el entorno de bajos tipos de interés, las implicaciones de la obligación de compensación centralizada para hacer más segura la negociación de contratos estandarizados de derivados OTC o la aparente escasez de activos sin riesgo en los mercados.

Para concluir, quisiera expresar mi agradecimiento a Stefan Ingves, gobernador del Sveriges Riksbank, por su dedicación como presidente del Comité Técnico Consultivo de la JERS durante los seis últimos años. Su sucesor en el cargo, Philip R. Lane, gobernador del Central Bank of Ireland, asumirá dichas funciones a partir de agosto de 2017.

Fráncfort del Meno, julio de 2017

Mario Draghi
Presidente de la JERS



Resumen

El período analizado se caracterizó por un entorno de débil crecimiento económico y bajos tipos de interés, si bien las perspectivas económicas europeas y mundiales mejoraron en el tramo final. La JERS (conjuntamente con el BCE) dedicó considerables recursos a analizar los efectos de este entorno en la estabilidad financiera de la UE y publicó un informe sobre las cuestiones de política macroprudencial derivadas de los bajos tipos de interés. Asimismo, el crecimiento del sistema bancario en la sombra en la UE llevó a la JERS a intensificar su seguimiento y a publicar su primer informe anual sobre el tema (*EU Shadow Banking Monitor*), en el que identificaba fuentes y mecanismos amplificadores de los riesgos sistémicos.

La JERS siguió identificando cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la UE: 1) un reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales; 2) debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones; 3) problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y hogares, y 4) perturbaciones y contagio de los sectores financieros no bancarios al conjunto del sistema financiero. Al igual que en el Informe Anual del año anterior, la reversión abrupta de las primas de riesgo a nivel global continuó considerándose uno de los riesgos principales para la estabilidad financiera. El entorno de débil crecimiento y bajos tipos de interés hizo que la JERS asignara el mismo nivel de importancia a las debilidades observadas en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

Además de encargarse de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE, la JERS tiene la función de emitir avisos cuando identifique riesgos sistémicos significativos cuya señalización considere necesaria. En consecuencia, analizó las vulnerabilidades a medio plazo de los Estados miembros de la UE relacionadas con el sector inmobiliario residencial. Sobre la base de esa evaluación, dirigió avisos públicos a ocho países (Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos, Reino Unido y Suecia). Estos fueron los primeros avisos públicos emitidos desde la creación de la JERS. También detectó importantes lagunas de datos sobre el sector inmobiliario. En consecuencia, adoptó una Recomendación sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles, a fin de establecer un marco más armonizado para el seguimiento de la evolución de los mercados inmobiliarios residencial y comercial de la UE.

Los principales riesgos para la estabilidad financiera identificados por la JERS sirvieron de base para el diseño de escenarios adversos para las pruebas de resistencia a escala de la UE llevadas a cabo por las Autoridades Europeas de Supervisión (AES). Durante el período analizado, la JERS elaboró escenarios adversos para las pruebas de resistencia de las entidades de contrapartida central (ECC) realizadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés) y de los fondos de pensiones de empleo realizadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés). En este Informe Anual se incluyen los detalles de dichos escenarios. Los escenarios facilitados por la JERS a principios de 2016 para las pruebas de resistencia del sector bancario llevadas a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) y del sector de empresas de seguros realizadas por EIOPA pueden consultarse en el Informe Anual de 2015.

El período analizado también fue el primero en el que se aplicó el régimen de reciprocidad voluntaria establecido por la JERS en diciembre de 2015. En 2016, Bélgica y Estonia fueron los primeros países en solicitar la aplicación recíproca de dos medidas con arreglo al nuevo régimen. La Recomendación posterior de la JERS dirigida a todos los Estados miembros instándoles a



aplicar recíprocamente dichas medidas finalmente se plasmó en un aumento significativo de las medidas de reciprocidad en toda la UE.

La JERS también contribuyó al documento de consulta de la Comisión Europea sobre la revisión del marco de política macroprudencial de la UE. La JERS subrayó que debe seguir siendo independiente, aunque conservando su estrecha vinculación con el BCE. Propuso que la composición de la Junta General continúe siendo amplia y destacó que el conjunto de instrumentos macroprudenciales debe ser completo y fácil de utilizar. Además, recomendó ciertas mejoras en el diseño de instrumentos específicos para abordar las dimensiones estructural y cíclica del riesgo sistémico. Asimismo, sugirió que los responsables de las políticas macroprudenciales en todos los Estados miembros de la UE deberían disponer de instrumentos para abordar los riesgos sistémicos derivados principalmente de las exposiciones al sector inmobiliario residencial. Por último, reconoció la necesidad de establecer un marco jurídico de política macroprudencial para el sector financiero no bancario.

La JERS también contribuyó al marco macroprudencial para el sector bancario. En primer lugar, comunicó a la EBA su postura sobre la introducción de la ratio de apalancamiento. Atendiendo a su análisis preliminar, la JERS no encuentra evidencia significativa de que la ratio de apalancamiento tenga un impacto negativo en la liquidez de mercado. En segundo lugar, colaboró en la elaboración del informe periódico sobre la ciclicidad de los requerimientos de capital coordinado por la EBA. Aun reconociendo algunos retos analíticos, el informe proporcionó escasa evidencia de la existencia de efectos procíclicos derivados de la introducción del Reglamento y la Directiva de Requerimientos de Capital (RRC/DRC IV), por lo que propone mantener el marco actual sensible al riesgo para el capital regulatorio de las entidades de crédito. En tercer lugar, comunicó a la EBA su postura respecto a la definición de una ratio de financiación estable neta (NSFR). En su respuesta, identificó la NSFR como el mejor instrumento para abordar cuestiones estructurales relacionadas con la transformación de liquidez y de plazos por las entidades. Indicó que el objetivo último de las autoridades europeas debería ser, por tanto, la implementación de un requerimiento de NSFR creíble y sólido en la UE.

Asimismo, la JERS contribuyó al desarrollo de un marco de política macroprudencial para el sector financiero no bancario. En julio de 2016 publicó un documento de estrategia en el que presentó opciones de política a corto plazo y una agenda a largo plazo para mitigar los riesgos que plantea el sector no bancario para la estabilidad financiera. Durante el período analizado, la JERS logró progresos en algunas de las principales líneas de trabajo descritas en el documento de estrategia. En primer lugar, adoptó medidas orientadas a crear instrumentos macroprudenciales innovadores para hacer frente a la prociclicidad de los márgenes iniciales y los recortes de valoración, especialmente en las operaciones de financiación de valores y en las de derivados. En segundo lugar, presentó una perspectiva macroprudencial sobre la supervisión prudencial de las ECC y las empresas de seguros, contribuyendo en particular a los procesos de revisión legislativa en curso.

En comparación con el año anterior, en 2016 se observó un aumento sustancial del número de medidas de relevancia macroprudencial. Fue el primer año en el que todos los Estados miembros fijaron trimestralmente el colchón de capital anticíclico y revisaron con carácter anual la lista de entidades designadas como otras entidades de importancia sistémica (OEIS, también conocidas como O-SII, en sus siglas en inglés) y de los porcentajes de sus colchones de capital. En el caso de los instrumentos no sujetos a revisión periódica, aproximadamente la mitad de los Estados miembros adoptaron medidas macroprudenciales, prestando especial atención a los instrumentos para abordar los riesgos relacionados con el sector inmobiliario residencial.

Durante el período analizado, la JERS siguió evaluando la aplicación de las recomendaciones emitidas en el pasado. La evaluación del cumplimiento de la Recomendación de la JERS sobre la



financiación de las entidades de crédito puso de manifiesto un alto grado de cumplimiento por sus destinatarios. La evaluación del cumplimiento de la Recomendación de la JERS sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial mostró que todos los Estados miembros están tratando de alcanzar los objetivos intermedios recomendados por la JERS y vinculándolos a instrumentos macroprudenciales específicos. La conclusión del examen del cumplimiento de la Recomendación de la JERS sobre fondos del mercado monetario se pospuso hasta la finalización del Reglamento sobre fondos del mercado monetario de la UE.

Por último, la JERS organizó una serie de conferencias y seminarios para fomentar el debate sobre política macroprudencial. En particular, celebró su primera conferencia anual, en la que se analizaron la orientación de la política macroprudencial y algunas de las cuestiones más importantes que abordan los responsables de dicha política, como el entorno de bajos tipos de interés, las implicaciones de la obligación de compensación centralizada para hacer más segura la negociación de contratos estandarizados de derivados OTC o la aparente escasez de activos sin riesgo.



Sección 1 – Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la Unión Europea

Durante el período analizado, la JERS identificó cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la Unión Europea (UE). Estos riesgos se resumen en el cuadro 1 y están relacionados con: 1) un reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales; 2) debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones; 3) problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y de hogares, y 4) perturbaciones y contagio de los sectores financieros no bancarios al conjunto del sistema financiero. Estos cuatro riesgos están interrelacionados y podrían retroalimentarse mutuamente si llegaran a materializarse. Un factor común que subyace a los cuatro es el entorno de reducido crecimiento económico y de bajos tipos de interés que lleva aparejados, aunque las perspectivas económicas europeas y mundiales mejoraron hacia el final del período analizado. Estos riesgos para la estabilidad financiera identificados por la JERS sirvieron de base para definir los escenarios adversos de diversas pruebas de resistencia llevadas a cabo a escala de la UE (véase la subsección 2.4 de la sección 2 para más detalles).

Se consideró que el riesgo más grave para la estabilidad financiera de la UE era un reajuste brusco y acusado de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales. Como en el Informe Anual de la JERS del ejercicio anterior, una reversión brusca de las primas de riesgo a nivel global continuó identificándose como el riesgo más grave para la estabilidad financiera. Este riesgo refleja la excesiva asunción de riesgos en un entorno de rendimientos del ahorro situados en mínimos históricos y de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores financieros, así como de incremento de la incertidumbre tanto geopolítica como relacionada con las políticas económicas. Un reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales podría tener un efecto adverso en la solvencia de las entidades de crédito y de otras instituciones financieras de la UE.

Los riesgos relacionados con las debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones se elevaron a la categoría de mayor riesgo. El principal factor que motivó este aumento de la valoración del riesgo fue el persistente entorno de baja rentabilidad y los problemas que conlleva para determinados modelos de negocio. Aunque el sentimiento de los mercados hacia las entidades de crédito de la UE mejoró en el otoño de 2016, las vulnerabilidades relacionadas con la escasa rentabilidad, el exceso de capacidad y los elevados volúmenes de activos dudosos en determinadas jurisdicciones continuaron planteando retos que es necesario abordar. Además, la rentabilidad y la solvencia de las instituciones financieras que ofrecen rentabilidades garantizadas (en particular las empresas de seguros de vida y los fondos de pensiones) pueden verse presionadas en un entorno de tipos de interés y rendimientos bajos durante un prolongado período de tiempo.

Los problemas no resueltos de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y de hogares siguieron representando riesgos para la estabilidad financiera de la UE. Los elevados niveles de deuda de algunos Estados miembros de la UE en un entorno de reducido crecimiento nominal continuaron siendo una vulnerabilidad importante que podría convertirse en un riesgo más agudo para la estabilidad financiera en caso de aumento de las primas de riesgo a nivel mundial o de los tipos de interés sin riesgo. La JERS está analizando si la creación de los títulos garantizados con deuda soberana (SBS, en sus siglas en inglés) podría contribuir de forma significativa a atenuar el vínculo entre los Estados y las entidades de crédito en



caso de que dichos riesgos se materializaran, sin mutualizar la deuda soberana entre los Estados miembros de la UE.

Las posibles perturbaciones y contagios procedentes de la banca en la sombra plantearon nuevos retos para la estabilidad financiera. La banca en la sombra (*shadow banking*) siguió creciendo en la UE en 2016. Sin embargo, su tamaño en relación con el del sector bancario fue muy dispar en los distintos Estados miembros de la UE. Si se produjera una situación de estrés, el alto grado de interconexión entre el sistema bancario en la sombra y otras partes del sistema financiero podría generar efectos de desbordamiento y contagio. Aunque los esfuerzos para mejorar el seguimiento de los riesgos fuera del sistema bancario continuaron, la falta de datos armonizados y detallados imposibilitó que este seguimiento fuera exhaustivo.

Cuadro 1
Principales riesgos para la estabilidad financiera de la UE

1	<p>Reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales</p> <p>Vulnerabilidades: error en la valoración de los riesgos y asunción de riesgos excesivos en un entorno de coste de la financiación en mínimos históricos/bajos rendimientos del ahorro y búsqueda de la rentabilidad por parte de los inversores financieros</p> <p>Posibles detonantes: variaciones de los tipos de interés sin riesgo (como evolución de la política monetaria en las principales áreas monetarias, inflación o perturbaciones fiscales) o de las primas de riesgo (por ejemplo, como consecuencia de acontecimientos geopolíticos o de la materialización de vulnerabilidades en importantes economías emergentes)</p>
2	<p>Debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones</p> <p>Vulnerabilidades (entidades de crédito): dificultades con las fuentes sostenibles de beneficios en el entorno de bajos tipos de interés, exceso de capacidad e ineficiencias de costes en algunos países, lentos avances en la reducción de los elevados volúmenes de préstamos dudosos</p> <p>Vulnerabilidades (empresas de seguros de vida y fondos de pensiones): el entorno de baja rentabilidad aumenta los pasivos de las empresas de seguros de vida y los fondos de pensiones y dificulta la inversión a largo plazo en activos de alta calidad</p> <p>Posibles detonantes: revaloración de pasivos a bajos tipos de interés (empresas de seguros de vida), escasos rendimientos de las inversiones financieras, pérdidas en activos problemáticos, presiones sobre la rentabilidad prolongadas y significativas (entidades de crédito)</p>
3	<p>Problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y de hogares</p> <p>Vulnerabilidades: elevado endeudamiento de los sectores público y privado, débil crecimiento nominal</p> <p>Posibles detonantes: revisiones de los precios en los mercados financieros, gasto fiscal insostenible, perturbaciones en las perspectivas de crecimiento</p>
4	<p>Perturbaciones y contagio procedentes de la banca en la sombra</p> <p>Vulnerabilidades: rápido crecimiento del tamaño y la complejidad del sector bancario en la sombra, falta de datos para un seguimiento integral de los riesgos, fuertes vínculos directos e indirectos con los sectores bancario/seguros y hogares/empresas</p> <p>Posibles detonantes: revisiones de los precios en los mercados financieros con posibles ventas forzadas y restricciones de liquidez</p>

Notas: Principales riesgos para la estabilidad financiera identificados en un horizonte temporal de hasta tres años. El color amarillo significa riesgo, el naranja, riesgo medio, y el rojo, riesgo alto. La evaluación de la gravedad de cada riesgo refleja una combinación de la probabilidad de que se materialice y de su posible impacto.

La JERS siguió desarrollando el marco y las herramientas para la identificación de los riesgos sistémicos, centrándose particularmente en el mercado de inmuebles residenciales, en los bajos tipos de interés y en el sector financiero no bancario (véase recuadro 1). Entre los temas que recibieron especial atención en 2016 se encontraron las vulnerabilidades del sector inmobiliario residencial de la UE¹ (véanse subsección 1 siguiente y subsección 1 de la sección 2) y las cuestiones de política macroprudencial derivadas de los reducidos niveles de los tipos de interés y de los cambios estructurales en el sistema financiero de la UE² (véase recuadro 2).

¹ Informe titulado **Vulnerabilities in the EU residential real estate sector**, JERS, noviembre de 2016.

² Informe titulado **Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system**, JERS, noviembre de 2016.



Además, la JERS también se concentró en el análisis de los riesgos sistémicos originados en la banca en la sombra³ (véase subsección 4 siguiente) y en la política macroprudencial del sector financiero no bancario (véase subsección 2.3 de la sección 2).

Recuadro 1

En el transcurso de 2016 la JERS continuó desarrollando el marco y las herramientas para identificar los riesgos sistémicos, prestando especial atención al sector financiero no bancario

La JERS es responsable de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE y de la prevención y mitigación del riesgo sistémico. En consecuencia, tiene un ámbito de competencias amplio que incluye a las entidades de crédito, las empresas de seguros, los fondos de pensiones, las sociedades gestoras de activos, las infraestructuras de los mercados financieros y otras instituciones y mercados financieros. Para cumplir su mandato, la JERS tiene que ser capaz de realizar un seguimiento de la evolución de las entidades y las actividades financieras. Dado que el sector financiero ha crecido en los últimos años, principalmente el sector financiero no bancario —evolución que previsiblemente continuará, apoyada por una iniciativa tendente a la unión de los mercados de capitales europeos—, la JERS se ha centrado en mejorar su capacidad para monitorizar los riesgos del sector financiero no bancario.

En julio de 2016, la JERS publicó el primer número de su informe «EU Shadow Banking Monitor» junto con su metodología para monitorizar los riesgos para la estabilidad financiera procedentes del sistema bancario en la sombra de la UE. El informe presenta un resumen anual de la evolución de la banca en la sombra en la UE y se centra en la evaluación de los riesgos para la estabilidad financiera⁴. El informe iba acompañado de un documento metodológico que proporciona información adicional sobre las fuentes de información y los indicadores de riesgo utilizados por la JERS para identificar y vigilar los riesgos y las vulnerabilidades del sistema bancario en la sombra de la UE⁵. El marco de monitorización de la banca en la sombra de la JERS emplea un método de identificación basado en las entidades y en las actividades. Mientras que el método basado en las entidades usa datos del balance agregados, el método basado en las actividades utiliza datos de las operaciones más frecuentes para captar los riesgos comunes a distintos tipos de entidades financieras. La JERS también organizó el segundo seminario sobre la banca en la sombra, que se centró en la evaluación de los riesgos de estas actividades para la estabilidad financiera y en el que se estudiaron medidas supervisoras y de otro tipo para hacer frente a dichos riesgos⁶. Los debates del seminario confirmaron que es necesario aplicar un enfoque holístico para identificar y evaluar plenamente los riesgos que plantean las entidades y las actividades de banca en la sombra.

³ Véanse **EU Shadow Banking Monitor**, n.º 1, JERS, julio de 2016, y L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen y C. Weistroffer, «Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe», *Occasional Paper Series*, n.º 10, JERS, julio de 2016.

⁴ Véase *EU Shadow Banking Monitor*, op. cit.

⁵ Véase L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen y C. Weistroffer, op. cit.

⁶ Para más información, véase en el sitio web de la JERS la nota de prensa de 26 de septiembre de 2016 relativa al segundo seminario sobre banca en la sombra de la JERS.



La JERS continuó analizando el conjunto de datos de toda la UE sobre operaciones de derivados resultante del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR)⁷, con el fin de poder entender mejor los riesgos sistémicos de los mercados de derivados⁸. Por ejemplo, el análisis de tres de los mayores mercados de derivados por importes nominales (es decir, *swaps* de tipos de interés, permutas de riesgo de crédito (CDS) y operaciones a plazo sobre divisas) puso de manifiesto un alto grado de concentración de los importes nominales en un reducido número de grandes intermediarios. En general, el conjunto de datos del EMIR supone una mejora fundamental en la capacidad de las autoridades para vigilar los riesgos potenciales que pueden surgir en los mercados de derivados. El tema de los derivados y del riesgo sistémico también se debatió pormenorizadamente en la primera Conferencia Anual de la JERS celebrada en septiembre de 2016⁹.

La JERS también siguió monitorizando la evolución de los mercados inmobiliarios desde la perspectiva de la estabilidad financiera y depuró su metodología para llevar a cabo evaluaciones de riesgos a nivel de cada país. El seguimiento de las vulnerabilidades de los mercados inmobiliarios residenciales se tradujo en la emisión de ocho avisos a sendos países y en la publicación del informe de la JERS titulado «Vulnerabilities in the EU residential real estate sector» (véase subsección 1 de la sección 2). La metodología utilizada en el proceso se fue mejorando de forma continua a lo largo del año, por ejemplo, ayudando a entender mejor la interacción de los riesgos y afinando los umbrales por encima de los cuales los indicadores señalan vulnerabilidades. La metodología se basó en un enfoque con tres ámbitos, el de los hogares (o prestatarios), el de las garantías y el de los prestamistas, en el que se identificaron los riesgos relacionados con el endeudamiento de los hogares, el valor de los bienes inmuebles y la capacidad de resistencia de las entidades de crédito. Posteriormente se tuvo en cuenta la interacción entre estos riesgos y las posibles políticas aplicadas. El objetivo de este nuevo método era obtener una visión sistemática e integral de las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial (véase subsección 1 de la sección 2)¹⁰.

La JERS también reforzó su marco de seguimiento de la evolución en terceros países importantes. En línea con el artículo 138 de la DRC IV¹¹, la JERS puede recomendar la fijación de un porcentaje de colchón de capital anticíclico para las exposiciones frente a terceros países. Para ello realiza un seguimiento de los riesgos derivados de un crecimiento excesivo del crédito en terceros países identificados como importantes para el sistema bancario de la UE¹². A tal fin, la JERS amplió su marco de vigilancia de las exposiciones crediticias transfronterizas entre Estados miembros para incluir también las exposiciones crediticias entre Estados miembros y terceros países. Además, desarrolló un marco para seguir la evolución en terceros países importantes.

⁷ **Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones** (DO L 201, 27.7.2012, p.1).

⁸ Véase J. Abad, I. Aldasoro, C. Aymanns, M. D'Errico, L. Fache Rousová, P. Hoffmann, S. Langfield, M. Neychev y T. Roukny, «Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset», *Occasional Paper Series*, n.º 11, JERS, septiembre de 2016.

⁹ Véase en el sitio web de la JERS más información sobre el programa de su primera Conferencia Anual.

¹⁰ Informe titulado *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, op. cit.

¹¹ Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE (DO L 176, 27.6.2013, p.338).

¹² En línea con la Decisión JERS/2015/3, la JERS mantiene una lista de terceros países que son importantes para el sistema bancario de la UE. La lista actual incluye a Estados Unidos, Hong Kong, China, Turquía, Brasil y Rusia.



Como parte de su revisión anual, la JERS siguió desarrollando su cuadro de mando de riesgos («Risk Dashboard»), habiendo incorporado los cambios en el primer cuadro de mando emitido en 2017. Las principales mejoras propuestas estaban relacionadas con la inclusión de nuevos indicadores del sector de seguros, basados en datos del marco de Solvencia II. Además, se trabajó en un conjunto de indicadores experimentales que describen los riesgos de las entidades de contrapartida central (ECC) de la UE. Asimismo, la JERS siguió trabajando en un mapa de riesgos (*Heatmap*) (para uso interno) con el fin de mejorar el marco de seguimiento de los riesgos a nivel de cada país. Este mapa de riesgos de la JERS continuará desarrollándose y estará operativo a lo largo de 2017.

La JERS también concluyó un amplio análisis de las cuestiones de política macroprudencial derivadas de los bajos tipos de interés y los cambios estructurales en el sistema financiero de la UE (véase el recuadro 2 para más detalles)¹³.

1 Reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales

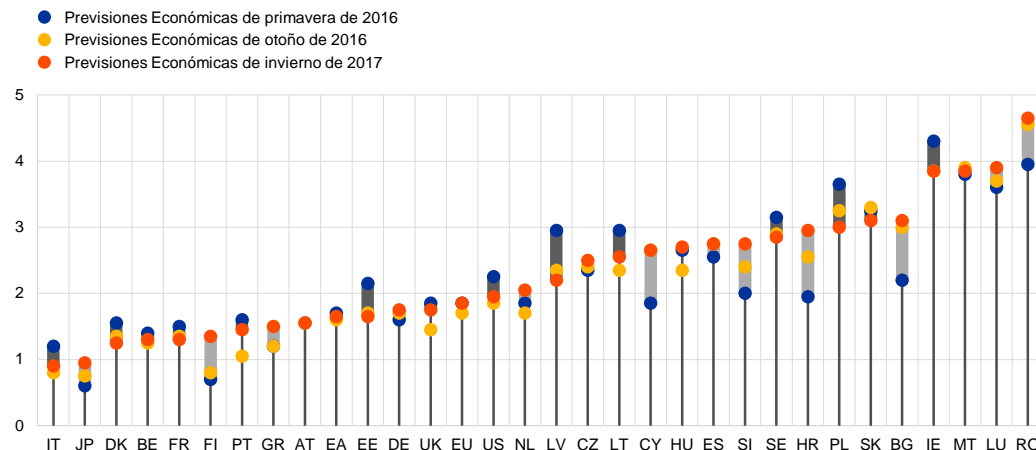
A principios de 2016 se produjo un reajuste parcial de las primas de riesgo en los mercados financieros europeos y mundiales, en un contexto de débiles perspectivas de crecimiento (véase gráfico 1). Durante dicho período de turbulencias, los mercados financieros europeos y mundiales registraron descensos sustanciales, al tiempo que los precios de las materias primas, las empresas de energía, los valores de renta fija privada y los valores de alto rendimiento cayeron significativamente. Además, los mercados emergentes experimentaron considerables salidas de capital. El aumento de la volatilidad de los mercados financieros a principios de 2016 se vio apuntalado por la incertidumbre general acerca de la recuperación económica mundial. En particular, las perspectivas de crecimiento de algunos Estados miembros de la UE continuaron deteriorándose.

¹³ Informe titulado *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, op. cit.



Gráfico 1 Previsiones de crecimiento del PIB de la Comisión Europea

(porcentajes)



Fuentes: Previsiones económicas de primavera de 2016, de otoño de 2016 y de invierno de 2017 de la Comisión Europea.

Nota: La previsión de crecimiento medio del PIB se calcula por separado para 2016 y 2017 en cada ronda de previsiones. EA = zona del euro.

Los tipos de interés nominales a largo plazo se mantuvieron en niveles históricamente bajos durante 2016, en un entorno de débil crecimiento nominal, pese al considerable aumento de los rendimientos desde el otoño de 2016. Aunque la economía de la UE había seguido recuperándose a lo largo del último año, las tasas de crecimiento del PIB real observadas y las perspectivas de crecimiento permanecieron contenidas en la mayoría de los Estados miembros de la UE. En línea con esta coyuntura de tenue crecimiento, los tipos de interés nominales a corto y a largo plazo se mantuvieron en niveles históricamente reducidos, en un contexto de política monetaria acomodaticia de los principales bancos centrales (véase gráfico 2). Aun cuando los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la UE se incrementaron, en promedio, en torno a 50 puntos básicos entre septiembre de 2016 y marzo de 2017, su nivel apenas entró en terreno positivo en los países con los costes de financiación más bajos.



Gráfico 2

Los tipos de interés nominales a largo plazo se mantuvieron en niveles históricamente bajos durante 2016

(rendimientos de la deuda pública a diez años; porcentajes)



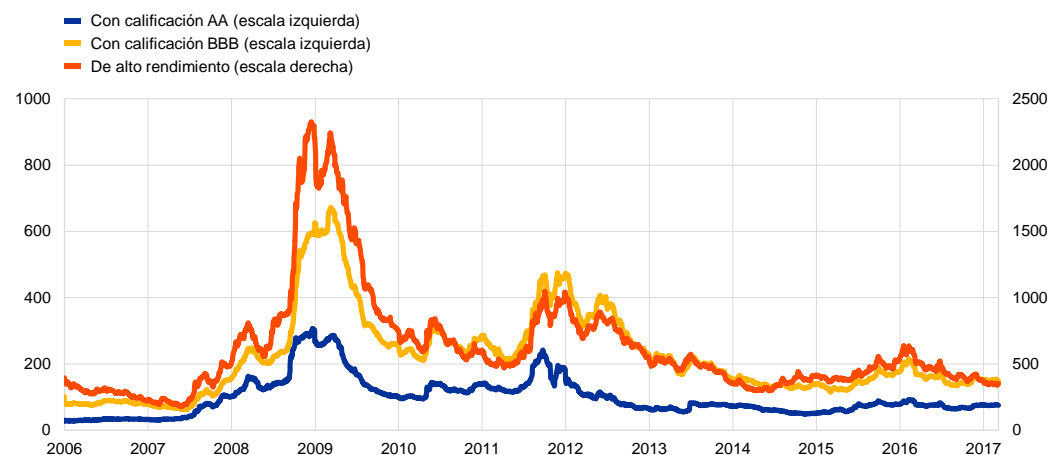
Fuente: BCE.

Pese a los episodios de volatilidad en los mercados, se mantuvo la compresión de las primas de riesgo en distintas categorías de activos durante el período analizado. En el entorno de bajos rendimientos, la continua búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores ha generado una mayor exposición al riesgo de crédito y de duración. Al mismo tiempo, las valoraciones en los mercados de renta fija privada de la UE se situaron en niveles elevados, como reflejo de los reducidos tipos de interés sin riesgo (véase gráfico 2), pero también de los estrechos diferenciales de los bonos corporativos (véase gráfico 3). Asimismo, los indicadores habituales de las valoraciones bursátiles, como la ratio cotización/beneficio, dieron señales de que las valoraciones están estiradas (véase gráfico 4).



Gráfico 3
Los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento se estrecharon considerablemente en el transcurso de 2016

(diferenciales en puntos básicos)

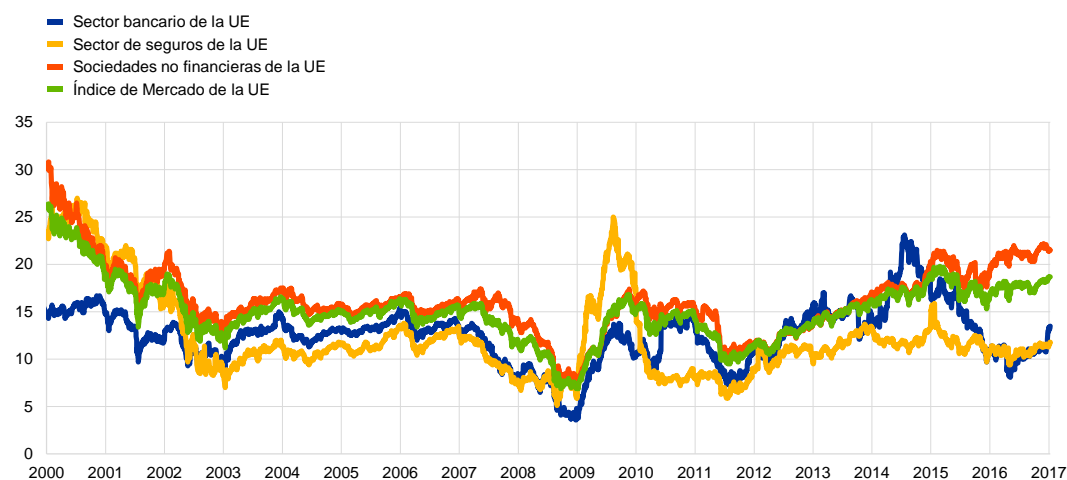


Fuente: Bank of America Merrill Lynch.

Notas: Diferenciales en puntos básicos con respecto a la deuda pública alemana de los bonos simples y de los bonos con opciones implícitas (en los que el valor de la opción se segrega utilizando modelos propios). La última observación corresponde al 14 de marzo de 2017.

Gráfico 4
Las ratios cotización/beneficio de las sociedades no financieras de la UE volvieron a aumentar durante 2016

(porcentajes)



Fuentes: Thomson Reuters y Datastream.

Nota: La última observación corresponde al 9 de marzo de 2017.

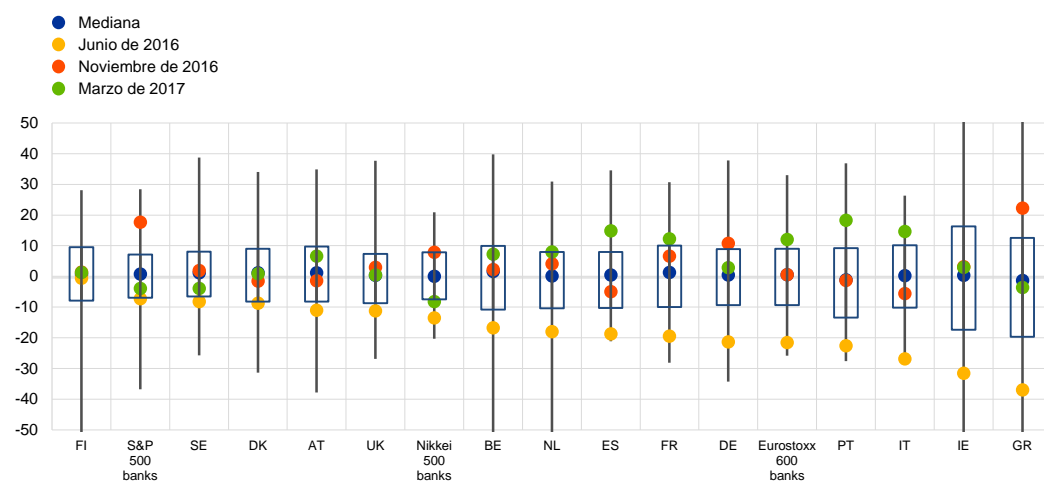
Algunos acontecimientos políticos, como el referéndum del Reino Unido y las elecciones en Estados Unidos, desencadenaron movimientos considerables en los mercados, aunque sin llegar a generar tensiones. Tras el resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido el 23 de junio de 2016 sobre la salida de la UE, los mercados financieros de la UE registraron acusadas caídas (véase gráfico 5). Pese a experimentar movimientos históricamente amplios en algunos segmentos, las infraestructuras de mercado mantuvieron su resistencia. Durante ese período, los



precios de los activos del sector bancario de la UE sufrieron descensos particularmente acusados. Además, los resultados de las elecciones presidenciales celebradas en Estados Unidos en noviembre de 2016 provocaron una reacción significativa en los mercados de renta fija, y los rendimientos de la deuda pública de ese país se elevaron con rapidez como consecuencia del repunte de la inflación y de las expectativas de crecimiento en Estados Unidos. Esta alza de las rentabilidades en Estados Unidos y a escala mundial se tradujo en una mayor inclinación de las curvas de rendimientos y en un desplazamiento de las carteras hacia la renta variable, en detrimento de la fija, por ejemplo.

Gráfico 5 Los mercados bursátiles cayeron significativamente tras los resultados del referéndum del Reino Unido

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg y BCE.

Nota: La última observación corresponde al 31 de marzo de 2017.

Hacia el final del período analizado reinó una elevada incertidumbre tanto política como asociada a las políticas económicas que podría desencadenar importantes movimientos en los mercados en caso de resultados inesperados. El índice de incertidumbre de política económica en la UE subió significativamente en el segundo semestre de 2016, en el que se celebraron el referéndum del Reino Unido y las elecciones presidenciales en Estados Unidos. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en episodios similares anteriores de elevada incertidumbre de política económica, la volatilidad de los mercados financieros no aumentó con el índice de incertidumbre (véase gráfico 6). Una preocupación al final del período analizado era que la divergencia entre la incertidumbre de la política y la volatilidad de los mercados pudiera generar un riesgo de movimientos bruscos en los mercados más adelante.

Un motivo de preocupación al final del período de referencia era que cualquier aumento brusco y significativo de las primas de riesgo pudiera generar pérdidas sustanciales para los inversores no cubiertos. Los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario, las instituciones financieras monetarias y las empresas de seguros de la UE tenían en cartera, cada sector, entre 3,5 billones y 4,5 billones de euros, aproximadamente, en valores representativos de deuda al final del tercer trimestre de 2016 (véase gráfico 7). Se consideró que cualquier aumento inesperado del riesgo de crédito, del riesgo de liquidez y de las primas por plazo podría desencadenar una abrupta revisión a la baja de los precios de estos valores que, en

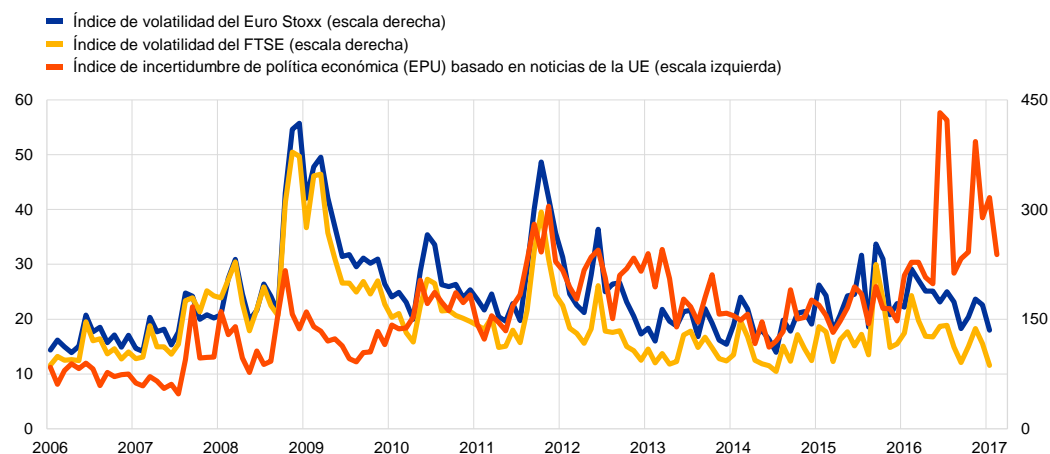


caso de materializarse, podría tener consecuencias negativas en la solvencia de aquellos titulares que no estuvieran cubiertos y, por ende, un impacto en la estabilidad financiera de la UE.

Gráfico 6

La incertidumbre de política económica en la UE registró máximos históricos, mientras que la volatilidad continuó en niveles reducidos

(escala izquierda: índice de volatilidad; escala derecha: incertidumbre de política económica)

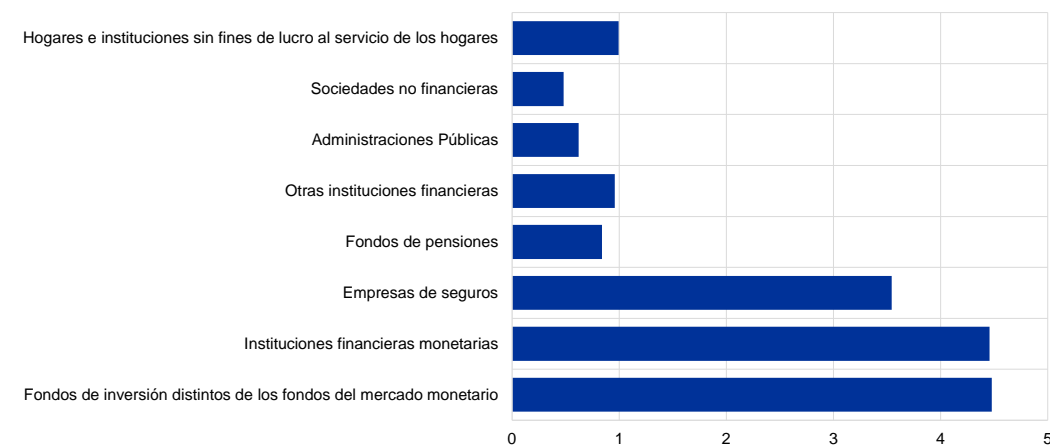


Fuentes: Federal Reserve Bank of St. Louis y Datastream.
 Nota: La última observación corresponde al 2 de febrero de 2017.

Gráfico 7

Los fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario, las instituciones financieras monetarias y las empresas de seguros poseen importantes carteras de valores representativos de deuda

(billones de euros; tercer trimestre de 2016)



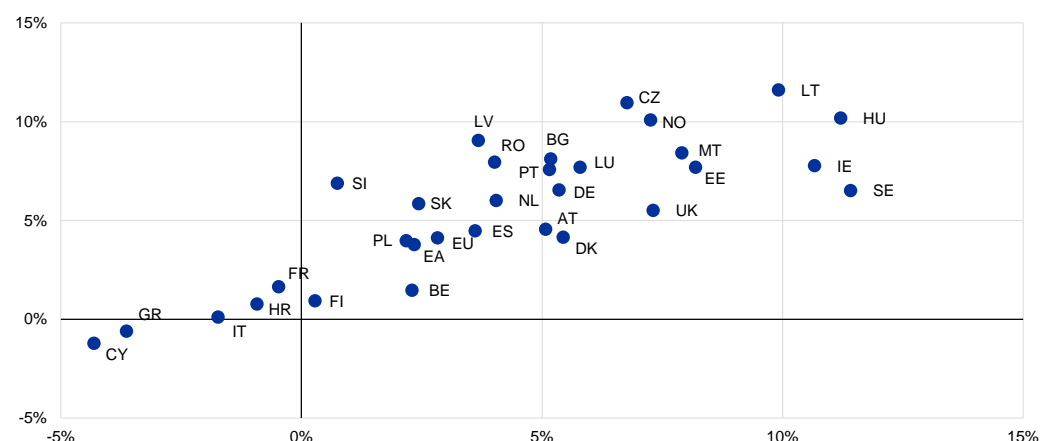
Fuentes: Balance Sheet Items (BSI), BCE, Eurostat y cálculos de la JERS.
 Notas: Los datos se refieren a todos los valores representativos de deuda que posee el sector institucional nacional (y excluyen, por tanto, el resto del mundo) en el tercer trimestre de 2016 e incluyen a todos los Estados miembros de la UE. Los datos sobre las instituciones financieras monetarias excluyen al Eurosistema (fuente: BSI).



En determinados Estados miembros de la UE se identificaron vulnerabilidades en los mercados de inmuebles residenciales, en parte relacionadas con las valoraciones o la dinámica de los precios. Tras una evaluación prospectiva a escala de la UE de las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial, la JERS llegó a la conclusión de que existían vulnerabilidades que podían ser fuente de riesgo sistémico a medio plazo en algunos Estados miembros de la UE (véanse también el recuadro 1 y la sección 2)¹⁴. Las principales vulnerabilidades detectadas en la evaluación de la JERS se referían al endeudamiento de los hogares y a su capacidad para reembolsar su deuda hipotecaria (véase también la subsección 3 de esta sección), o a la valoración o la dinámica de los precios de los inmuebles residenciales (véase gráfico 8). Una preocupación era que un acusado incremento de las primas de riesgo podría generar reversiones de los precios en estos mercados inmobiliarios. La JERS también llevó a cabo un análisis de los riesgos para el sistema bancario derivados de los inmuebles residenciales. En ese momento no se identificaron riesgos directos a corto plazo procedentes de las exposiciones al sector inmobiliario residencial en los sistemas bancarios, aunque no podían descartarse efectos de segunda vuelta a medio plazo.

Gráfico 8
Los precios de los inmuebles residenciales continuaron creciendo a un ritmo fuerte en muchos Estados miembros de la UE

(eje de abscisas: variación anualizada de tres años; eje de ordenadas: variación de un año)



Fuentes: BSI, BCE, fuentes nacionales y cálculos del BCE.

Nota: La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016 (tercer trimestre de 2016 para Chipre (CY), Lituania (LT) y la media de la UE). EA = zona del euro.

2 Debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones

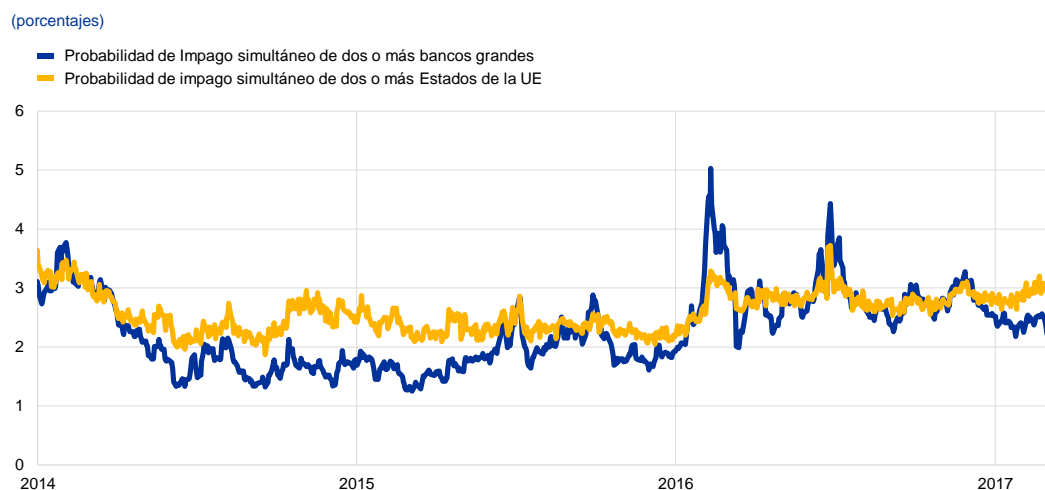
Los riesgos para la estabilidad financiera asociados a debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones aumentaron

¹⁴ Informe titulado *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, op. cit.



durante 2016. Este aumento se derivó principalmente del entorno de tipos de interés persistentemente bajos y de las consiguientes dificultades para determinados modelos de negocio. A principios de 2016 la volatilidad de los mercados financieros europeos y mundiales fue elevada, debido, en parte, a la incertidumbre acerca de la recuperación económica mundial. Durante este período, las estimaciones basadas en modelos de la probabilidad de impago de dos o más grupos bancarios grandes y complejos aumentaron de alrededor de un 2 % al 5 % (véase gráfico 9). Además, los precios de los instrumentos de capital y de deuda subordinada emitidos por las entidades de crédito de la UE cayeron sustancialmente y en mayor medida que los emitidos por otras instituciones financieras, siendo reflejo de la preocupación en torno a la calidad de los activos y a la dificultad de una rentabilidad sostenible a medio plazo de los bancos de la UE.

Gráfico 9
La preocupación sobre el sector bancario de la UE aumentó a principios y a mediados de 2016



Fuentes: Bloomberg, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Notas: Véase el anexo 1 del *Risk Dashboard* de la JERS para obtener más información sobre la metodología utilizada para estimar estas probabilidades de impago. Una limitación de la metodología es que basa en precios de mercado, que pueden estar distorsionados en determinados momentos. La última observación corresponde al 7 de marzo de 2017.

Las entidades de crédito europeas continuaron enfrentándose a las siguientes dificultades:

i) reducida rentabilidad en un entorno de crecimiento nominal y tipos de interés bajos, ii) problemas estructurales y iii) elevados volúmenes de activos dudosos en determinadas jurisdicciones. En primer lugar, la persistencia de los reducidos niveles de rentabilidad de los bancos de la UE (véase gráfico 11) puso en tela de juicio la viabilidad de las entidades cuyos modelos de negocio podrían no tener la capacidad para adaptarse al nuevo entorno operativo, caracterizado por bajos tipos de interés, mayor competencia y la llegada de las *FinTech*. En segundo lugar, los escasos niveles de rentabilidad también obedecieron en cierta medida a factores de carácter más estructural, como los signos de un exceso de capacidad en determinados sistemas bancarios de la UE o las elevadas ratios coste/beneficio, que pueden deberse, en parte, a la fuerte competencia (véase gráfico 12)¹⁵. Por último, la necesidad de que algunos sistemas

¹⁵ Véase, por ejemplo, el informe del Comité Científico Consultivo (ASC), *Is Europe overbanked?*, n.º 4, JERS, junio de 2014.

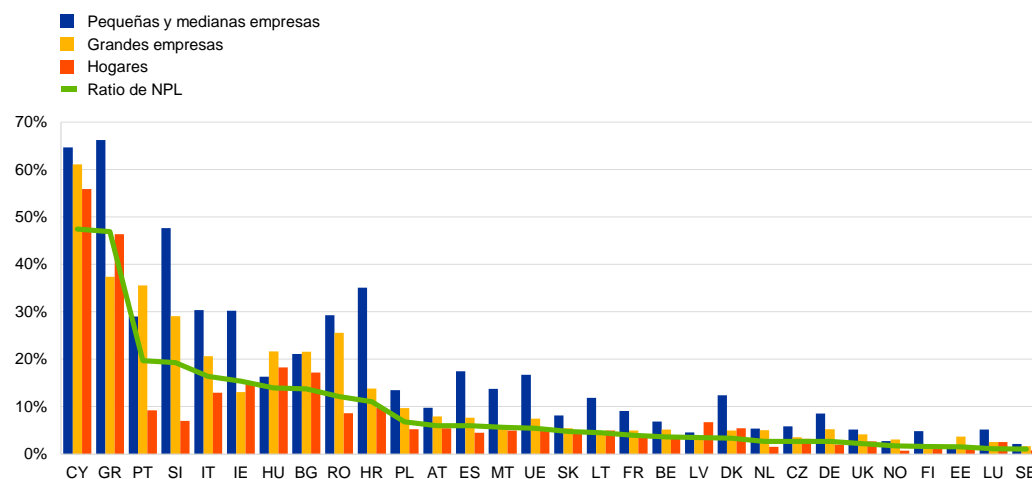


bancarios de la UE gestionaran los préstamos dudosos (NPL, en sus siglas en inglés) heredados de la crisis continuó siendo una cuestión apremiante (véase gráfico 10) para poder reforzar los balances de las entidades de crédito y la resistencia del sector bancario frente a perturbaciones adversas.

En cuanto a la calidad de los activos, el volumen total de préstamos dudosos se mantuvo elevado en varios Estados miembros de la UE. La ratio de NPL fue muy distinta entre unos Estados miembros de la UE y otros, estando comprendida entre un 1 % y casi un 50 %, y siendo superior al 10 % en más de una tercera parte de ellos (véase gráfico 10). Los préstamos dudosos relativos a exposiciones frente a pequeñas y medianas empresas permanecieron en niveles especialmente altos, y muy por encima de los relativos a exposiciones frente a grandes empresas y hogares.

Gráfico 10
Diez Estados miembros de la UE tienen ratios de NPL agregadas de más de 10 puntos porcentuales

(préstamos dudosos en porcentaje de los préstamos totales)



Fuente: Autoridad Bancaria Europea (EBA).

Notas: Los agregados de los países se basan en una muestra de bancos de la EBA. Las observaciones corresponden a junio de 2016.

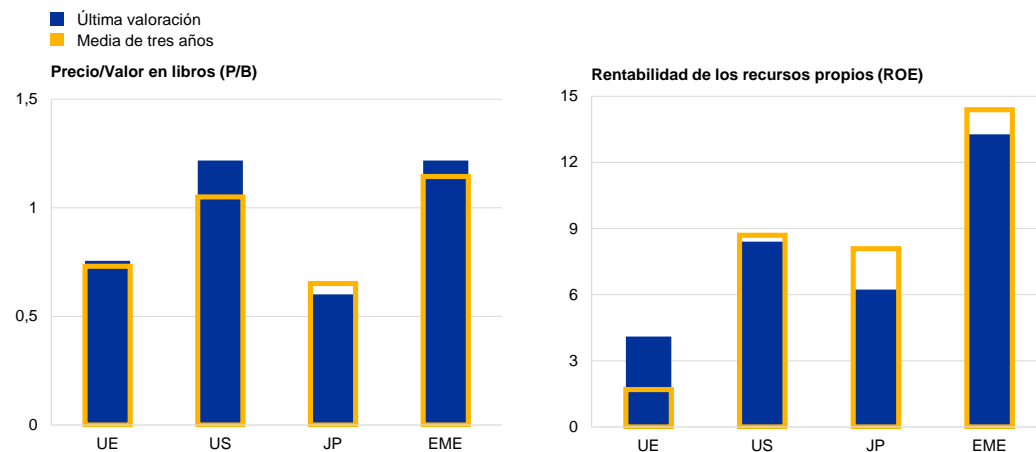
Como consecuencia de estos riesgos, las valoraciones del mercado de las entidades de crédito europeas cayeron a mínimos históricos (véase gráfico 11). En muchos bancos, esta tendencia continuó tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea a finales de julio de 2016. En conjunto, varios factores afectaron a la confianza de los inversores en las entidades de crédito, como la baja rentabilidad y la preocupación por la calidad de los activos, el impacto de la nueva regulación, los cambios estructurales y los reiterados casos de conductas inadecuadas. La falta de confianza de los inversores no solo fue visible en los precios de mercado, sino también en la demanda inusualmente baja de instrumentos de capital y de deuda de entidades de crédito, como los bonos convertibles contingentes (CoCos).



Gráfico 11

Las valoraciones de las entidades de crédito de la UE siguen siendo bajas, en un entorno de reducida rentabilidad de los recursos propios (ROE)

[ratios (panel izquierdo); porcentajes (panel derecho)]



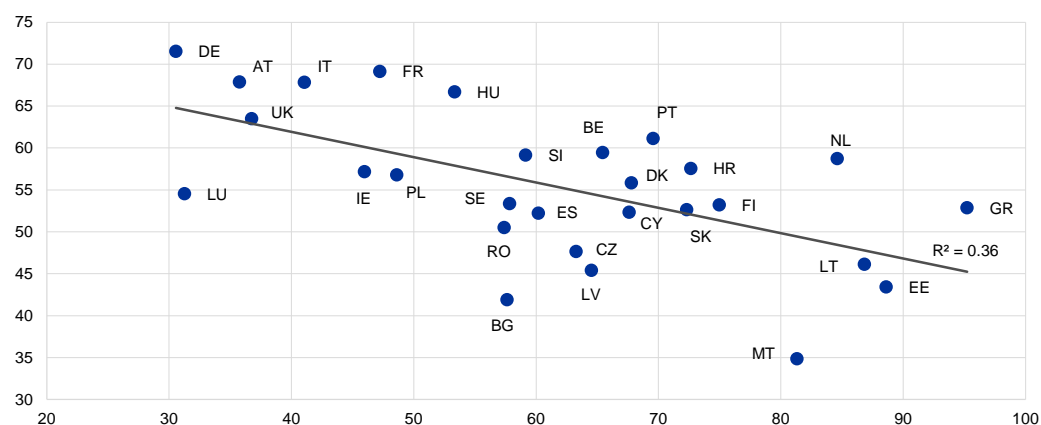
Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS.

Notas: El gráfico muestra los ratios precio/valor en libros (P/B) de los siguientes índices bancarios: EURO STOXX Banks, S&P 500 Banks Index, TOPIX Banks Index y MSCI Emerging Markets Banks. Las comparaciones internacionales de los ratios precio/valor en libros han de tener en cuenta las diferentes normas contables aplicables en cada jurisdicción y cómo pueden afectar al denominador de la ratio. La última observación corresponde al 13 de marzo de 2017.

Gráfico 12

Elevada correlación entre las ratios de eficiencia y la concentración del mercado en los Estados miembros de la UE

(eje de abscisas: peso de las cinco entidades de crédito más grandes de cada país en los activos totales; eje de ordenadas: porcentajes, ratio de eficiencia)



Fuentes: Indicadores estadísticos estructurales bancarios (BCE) y Datos Bancarios Consolidados (BCE). Los datos relativos a los ratios de eficiencia corresponden al tercer trimestre de 2016, salvo para Croacia, que se refieren al cuarto trimestre de 2015. El peso de las cinco entidades de crédito más grandes de cada país en los activos totales (CR5) se refiere a 2015.

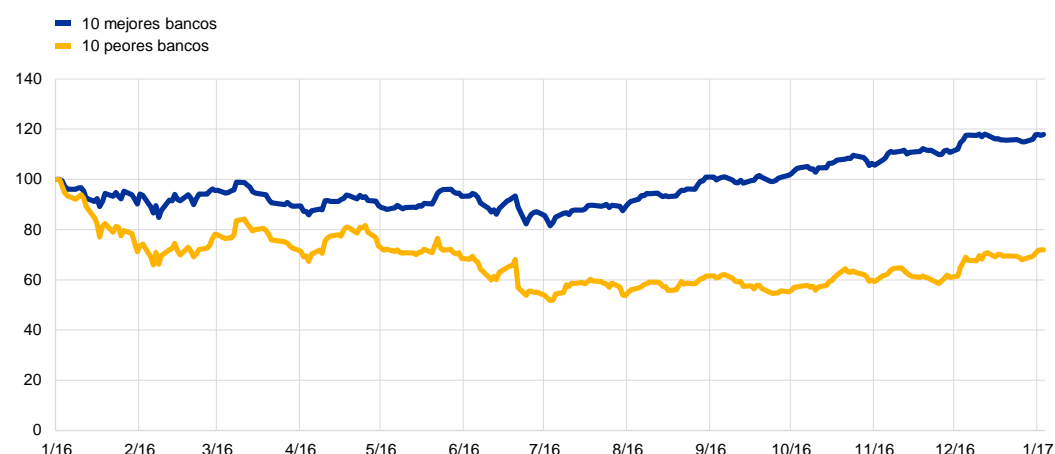
Notas: La concentración del mercado se basa en datos no consolidados, mientras que los ratios de eficiencia se basan en datos consolidados que incluyen filiales en el extranjero. La concentración del mercado puede variar si se mide a nivel consolidado (como en el caso de los ratios de eficiencia), lo que, por tanto, podría afectar también a la correlación que se muestra en el gráfico. La posición de Francia en el gráfico sería diferente si ambos indicadores se calcularan al mismo nivel de consolidación: al utilizar datos consolidados, puede observarse que en relación con el peso de las cinco entidades de crédito más grandes, el sistema bancario francés está bastante concentrado, ya que la cuota de mercado de los cinco mayores grupos bancarios es de casi el 80 %, en vez de ser inferior al 50 % que figura en el gráfico utilizando datos no consolidados. La ratio de eficiencia se define como los gastos de explotación totales divididos por los ingresos de explotación totales. Los datos de rentabilidad subyacentes no están anualizados.



Aunque la percepción del mercado sobre las entidades de crédito de la UE mejoró hacia el final del período analizado, el sector bancario de la UE continuó afrontando desafíos cíclicos y estructurales. El sentimiento de los mercados hacia la mayoría de los bancos europeos mejoró en el último trimestre de 2016, en línea con la recuperación mundial de los precios de los activos de las instituciones financieras. Este cambio obedeció principalmente a la mejora de las perspectivas de crecimiento nominal, que se tradujo en una mayor inclinación de la curva de rendimientos y un aumento de las perspectivas de rentabilidad para las entidades de crédito. Sin embargo, los bancos de la UE siguieron afrontando dificultades en forma de baja rentabilidad y de deficiente calidad de los activos, que se sumaron a los desafíos estructurales mencionados anteriormente. Esto se reflejó también en el hecho de que los participantes en los mercados establecieron una distinción más clara entre las entidades con elevados niveles de préstamos dudosos y baja rentabilidad y los bancos con un reducido nivel de préstamos dudosos y mayor rentabilidad (véase gráfico 13). Aunque son numerosos los factores que explican el nivel persistentemente reducido de rentabilidad bancaria, el entorno de bajos tipos de interés fue un factor común que fue objeto de una revisión exhaustiva por parte de la JERS (véase recuadro 2).

Gráfico 13
El mercado diferenció cada vez más a las entidades de crédito en función de su rentabilidad y de la calidad de sus activos

(cotizaciones bancarias; enero 2016 = 100)



Fuentes: SNL Financiamiento y cálculos de la JERS.

Notas: Se clasificó a una muestra de 33 bancos en función de su ratio de préstamos dudosos (NPL) y de la rentabilidad de sus recursos propios (ROE) al cierre de 2015. Se calculó una puntuación basada en la posición conjunta de cada entidad en un «ranking de NPL» (ratio más alta = puntuación más baja) y un «ranking de ROE» (ratio más alta = puntuación más alta). Los «10 mejores bancos» son los diez bancos que han obtenido la puntuación más elevada, mientras que los «10 peores bancos» son aquellos que tienen la puntuación más baja. La última observación corresponde al 6 de enero de 2017.

La rentabilidad y la solvencia de las empresas de seguros de vida con rentabilidades garantizadas y los fondos de pensiones de prestación definida pueden verse presionadas en un entorno de tipos de interés prolongadamente bajos¹⁶. En el caso de los fondos de pensiones de prestación definida y de las empresas de seguros de vida, la duración de los pasivos

¹⁶ Informe titulado *Macprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, op. cit.



suele ser mayor que la de los activos. En un escenario de período prolongado de bajos tipos de interés, estas instituciones tendrían difícil obtener rentabilidades sobre los activos suficientemente altas como para hacer frente a los valores garantizados de los pasivos a largo plazo. A la larga, esta situación podría hacer que los modelos de negocio tradicionales de rentabilidades garantizadas resultaran inviables y causar problemas de solvencia. Así, en las pruebas de resistencia del sector asegurador llevadas a cabo por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) en 2016 se identificaron algunas vulnerabilidades en un escenario adverso de bajos tipos durante un largo período. Además, la evidencia del informe de la JERS sobre cuestiones de política macroprudencial surgidas en el entorno de reducidos tipos de interés mostró que los sectores de seguros y de pensiones ya estaban pasando de los productos con rentabilidades garantizadas a productos no garantizados (modelos de negocio *unit-linked* y fondos de pensiones de aportación definida). Aunque esta evolución podría ser conveniente para estos sectores, también significa que el sector financiero está dejando de garantizar rendimientos a más largo plazo, y que se están asignando riesgos al sector hogares.

Recuadro 2

Los riesgos derivados de los bajos tipos de interés y de los cambios estructurales en el sistema financiero fueron un tema fundamental analizado por la JERS durante el período de referencia

En noviembre de 2016 la JERS publicó un amplio informe sobre las cuestiones macroprudenciales derivadas de los bajos tipos de interés y de los cambios estructurales en el sistema financiero de la UE¹⁷. El informe fue elaborado conjuntamente por el Comité Científico Consultivo y el Comité Técnico Consultivo de la JERS y por el Comité de Estabilidad Financiera del BCE. En él se analizaban posibles cuestiones macroprudenciales derivadas de un prolongado período de bajos tipos de interés y de cambios estructurales en el sistema financiero y se examinaba su posible impacto en la estabilidad financiera y en la economía real a largo plazo. En el informe se adoptó un enfoque prospectivo y holístico, considerando todos los sectores más importantes del sistema financiero, los contagios entre sectores y los canales de contagio.

En el informe de la JERS se identificaron tres circunstancias importantes propiciadas por un entorno de tipos de interés prolongadamente bajos que pueden comprometer la estabilidad financiera. Estas circunstancias son: 1) dificultades en relación con la sostenibilidad de determinados modelos de negocio, 2) asunción generalizada de riesgos y 3) cambios estructurales hacia un sistema financiero más basado en los mercados. En el informe de la JERS se llegó a la conclusión de que estas circunstancias estaban interrelacionadas y que su magnitud variaba entre sectores financieros y Estados miembros de la UE. Los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con la sostenibilidad de los modelos de negocio y la asunción generalizada de riesgos (véase la subsección 1 de esta sección) ya estaban presentes, en cierta medida, y, por tanto, deberían recibir prioridad en la adopción de medidas. Otros riesgos, incluidos los relacionados con cambios en la estructura del sistema financiero, tenían un carácter más nuevo o coyuntural (véase subsección 4 de esta sección).

¹⁷ Informe titulado *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, op. cit.



El informe también puso de manifiesto que el entorno de bajos tipos de interés estaba debilitando la resistencia del sector bancario de la UE. A más largo plazo, la rentabilidad bancaria podría verse afectada negativamente por los reducidos tipos de interés, que ejercerían presión a la baja sobre el margen de intermediación, y por el débil crecimiento de los préstamos. Las entidades con presiones sobre la rentabilidad a más largo plazo y con creciente competencia procedente de los sectores no bancarios podrían relajar excesivamente los criterios de aprobación de los préstamos si quisieran incrementar su rentabilidad llevando a cabo actividades de mayor riesgo. Esto, combinado con un crecimiento prolongadamente reducido, puede generar un deterioro de la calidad de los activos, que, no obstante, podría quedar compensado, en parte, por la mayor capacidad de los prestatarios para atender al servicio de su deuda gracias a los bajos tipos de interés.

La JERS también identificó una serie de opciones de política para mitigar y prevenir la aparición de los riesgos para la estabilidad financiera señalados en el informe. Algunos ejemplos de esas opciones son el seguimiento de los criterios de aprobación de los préstamos por parte de las autoridades macroprudenciales, la revisión de la curva de rendimientos regulatoria que utilizan las empresas de seguros para determinar el valor actual de sus pasivos futuros dentro del marco de Solvencia II, y el desarrollo y funcionamiento de un marco de recuperación y resolución para las compañías de seguros que están en riesgo de ser inviables o ya lo son. Las opciones recogidas en el informe no deben considerarse recomendaciones de la JERS según se definen en el Reglamento de la JERS, sino como un conjunto de propuestas para su consideración por las partes interesadas pertinentes. Además, estas opciones se han de analizar desde una perspectiva holística y sistémica dadas las interrelaciones entre los riesgos y la necesidad de mitigar el arbitraje regulatorio.

3 Problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y hogares

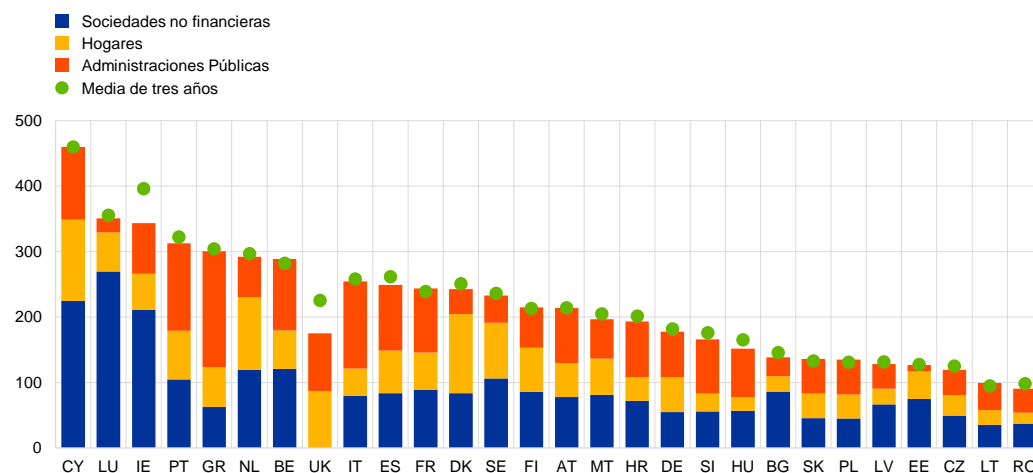
Los problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y hogares continuaron planteando riesgos potenciales para la estabilidad financiera en algunos Estados miembros de la UE. Aparte de algunos breves episodios de volatilidad, los mercados de bonos soberanos se mantuvieron en relativa calma durante el período analizado, como reflejaron los niveles bastante bajos de los rendimientos y los diferenciales de estos bonos en la mayoría de los Estados miembros de la UE, en comparación con las cotas alcanzadas en el punto álgido de la crisis de deuda soberana de 2012. Sin embargo, los niveles persistentemente altos de deuda, especialmente en algunos países de la UE, siguieron representando una vulnerabilidad importante durante el período de referencia. Un endeudamiento elevado puede plantear riesgos para la estabilidad financiera, ya que reduce la capacidad de los prestatarios para hacer frente a perturbaciones económicas y financieras. Este riesgo también tuvo su reflejo en los crecientes niveles de los CDS de varios países de la UE. En conjunto, el desapalancamiento de la economía agregada ha sido significativo solo en unos pocos Estados miembros de la UE, dado que en muchos de ellos la ratio agregada de deuda en relación con el PIB en el tercer trimestre de 2016 estuvo muy próxima a la media de tres años (véase gráfico 14). Sin embargo, esta imagen global enmascara evoluciones dispares entre países y entre sectores dentro de un mismo país. De hecho, se han realizado algunos avances en el proceso de desapalancamiento, por ejemplo en Irlanda, Portugal y España (véase gráfico 14).



Gráfico 14

Las ratios agregadas de deuda en relación con el PIB se mantuvieron próximas a la media de tres años en la mayoría de los Estados miembros de la UE

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Comisión Europea.

Notas: Las ratios de deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras se basan en cifras de deuda consolidadas. No se dispone de datos de la deuda consolidada de las sociedades no financieras para el Reino Unido. La deuda de las sociedades no financieras de Chipre incluye la de las entidades de propósito especial (SPE), cuya presencia económica en el país no es significativa. La deuda de las SPE asciende al 77,4 % del PIB. La última observación corresponde al 30 de septiembre de 2016.

La debilidad del entorno macroeconómico y de las perspectivas de crecimiento fue un importante factor que explica la persistente preocupación por la sostenibilidad de la deuda en los Estados miembros de la UE.

Aunque la economía de la UE continuó recuperándose durante el período analizado, las tasas de crecimiento del PIB real observadas y previstas se mantuvieron en niveles reducidos en la mayoría de los países. Durante el grueso de 2016, las perspectivas de crecimiento para 2016 y 2017 para el conjunto de la UE y algunos Estados miembros de la UE incluso se deterioraron ligeramente, sobre todo en países donde el crecimiento ya era tenue (véase gráfico 1). Dado que la sostenibilidad de la deuda está estrechamente relacionada con la senda prevista de ingresos futuros, el entorno de escaso crecimiento siguió dificultando la oportuna reducción del sobreendeudamiento pendiente. Hacia finales de 2016, el crecimiento observado y previsto mejoró algo, como reflejan las revisiones al alza de las estimaciones de crecimiento para 2016 y 2017 del Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea para varias economías de la UE (véase gráfico 1).

Los superávits presupuestarios primarios y los bajos tipos de interés aliviaron la preocupación en torno de la sostenibilidad de la deuda soberana durante el período analizado, pero siguieron existiendo riesgos para los Estados miembros de la UE más vulnerables.

Aunque las tasas de crecimiento del PIB nominal previstas eran bajas en general, en el último año se situaron por encima de los tipos de interés a largo plazo en la mayoría de los Estados miembros de la UE (véase gráfico 15), lo que atenuó la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda. Además, las previsiones indicaban que los saldos presupuestarios de las Administraciones Públicas antes de gastos por intereses (saldos primarios) serían positivos en 2017 y 2018 en la mayoría de los Estados miembros de la UE (véase gráfico 15), lo que sirvió para rebajar aún más la citada preocupación. Sin embargo, los tipos de interés nominales fueron más elevados que las tasas de crecimiento del PIB previstas, especialmente para los Estados miembros de la UE más vulnerables, que registraron las ratios de deuda soberana en relación con

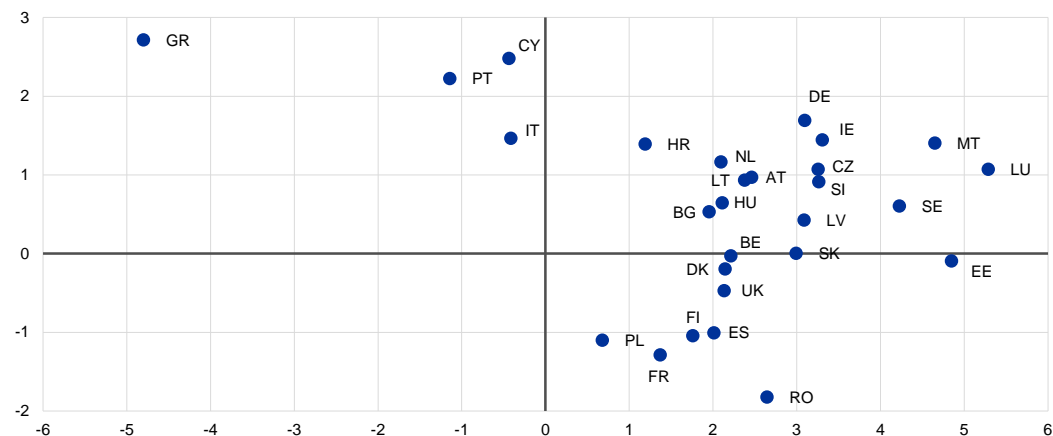


el PIB más elevadas (véase gráfico 14). Esto puso de manifiesto las vulnerabilidades potenciales en caso de que aumenten los tipos de interés en la UE sin un incremento paralelo de la productividad y de las tasas de crecimiento del PIB.

Gráfico 15

Saldos presupuestarios primarios y diferenciales tipos de interés/crecimiento favorables en la mayoría de los Estados miembros de la UE

(porcentajes; eje de abscisas: Δ crecimiento – rendimientos; eje de ordenadas: saldos presupuestarios primarios)



Fuentes: BCE y bases de datos macroeconómicos anuales de la Comisión Europea.

Notas: El eje de abscisas describe las diferencias de crecimiento del PIB nominal (previsiones de la Comisión Europea para 2016-2018) y el rendimiento de la deuda pública a diez años (mediados de febrero de 2017). El eje de ordenadas muestra los saldos presupuestarios primarios en porcentaje del PIB (previsiones de la Comisión Europea para 2016-2018). La última observación de los rendimientos a largo plazo corresponde al 15 de febrero de 2017.

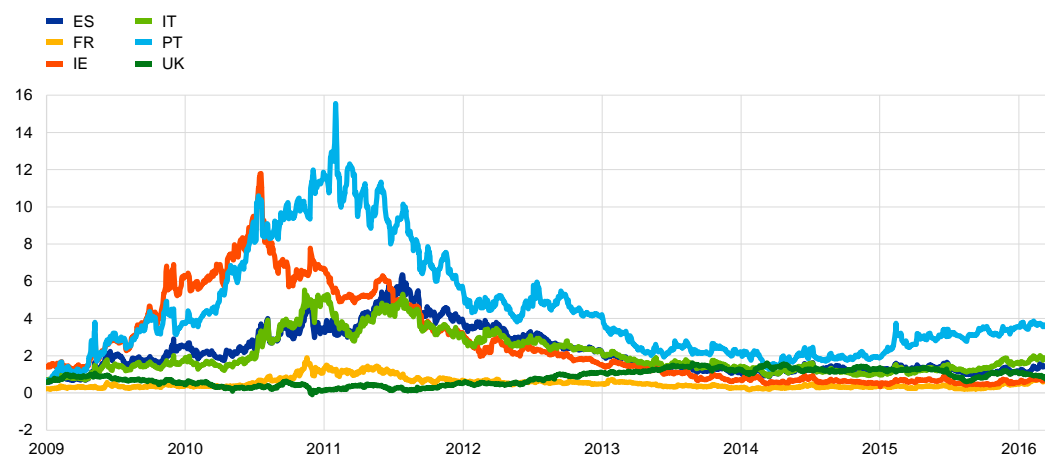
Los tipos de interés a largo plazo aumentaron y los diferenciales de la deuda soberana volvieron a ampliarse hacia el final del período analizado, en parte como consecuencia de la incertidumbre política (véase gráfico 16). En el otoño de 2016, los bajos rendimientos de la deuda pública a largo plazo de todos los Estados miembros de la UE comenzaron a aumentar, en paralelo a las alzas que experimentaron en Estados Unidos (véase subsección 1 anterior). Al mismo tiempo, los diferenciales soberanos se ampliaron en algunos Estados miembros de la UE como consecuencia de la incertidumbre y los acontecimientos políticos indicados anteriormente. Así pues, entre septiembre de 2016 y marzo de 2017, los rendimientos a diez años se incrementaron en torno a 50 puntos básicos, en promedio, en toda la UE (véase gráfico 17).



Gráfico 16

Los rendimientos de la deuda soberana se mantuvieron bajos en todos los Estados miembros de la UE durante el período analizado

(rendimientos de la deuda soberana a diez años; porcentajes)

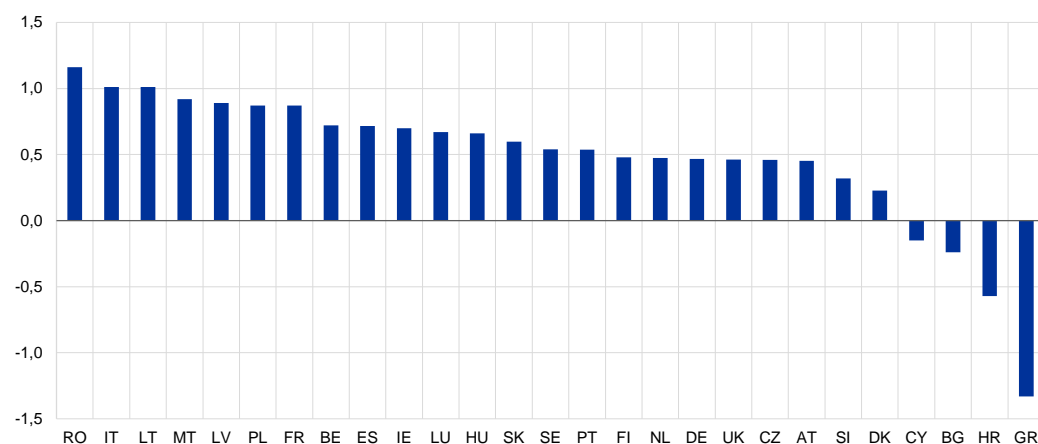


Fuentes: BCE y cálculos de la JERS.
Nota: La última observación corresponde al 30 de marzo de 2017.

Gráfico 17

Pero los rendimientos han aumentado considerablemente desde el otoño de 2016

(variaciones en los rendimientos de la deuda soberana a diez años entre el 29 de septiembre de 2016 y el 6 de marzo de 2017; puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos de la JERS.

El nivel de deuda de los hogares continuó siendo alto en algunos Estados miembros de la UE (véase gráfico 18). La deuda de los hogares se situó en más del 100 % de la renta disponible en 2016 en más de un tercio de los Estados miembros de la UE. El elevado endeudamiento de los hogares puede suponer un riesgo para la estabilidad financiera porque mina la capacidad de las familias para hacer frente a perturbaciones económicas y financieras.

El alto nivel de endeudamiento de los hogares también se identificó como un factor importante que explica las vulnerabilidades existentes relacionadas con el sector

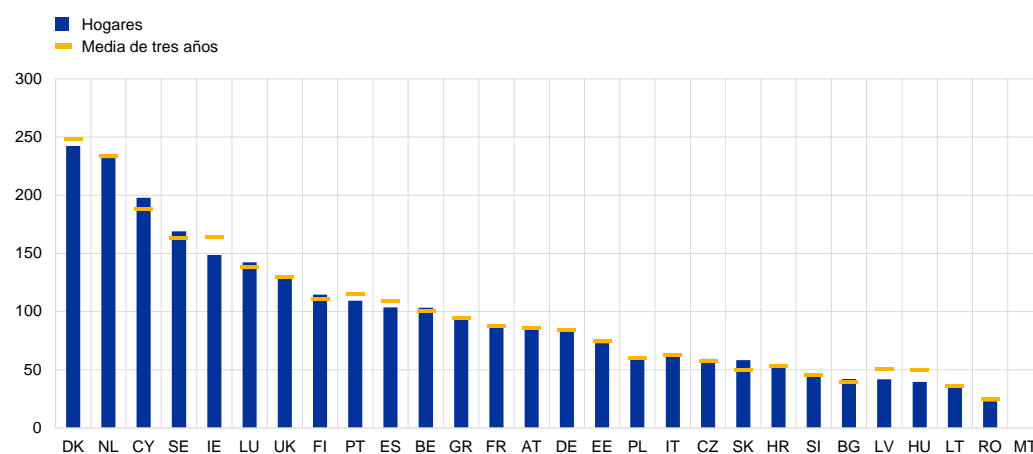


inmobiliario residencial en algunos Estados miembros de la UE¹⁸. En muchos de los países que recibieron avisos de la JERS sobre las vulnerabilidades a medio plazo relacionadas con el sector inmobiliario residencial (véase sección 2), las vulnerabilidades estaban asociadas al endeudamiento y a la capacidad de los hogares para reembolsar su deuda hipotecaria (véase gráfico 18) o a la valoración o la dinámica de precios de los inmuebles residenciales. Los riesgos relacionados con estos inmuebles pueden ir estrechamente asociados a la sostenibilidad de la deuda de los hogares, dado que las hipotecas y los activos inmobiliarios residenciales suelen representar una parte destacada de sus balances, y estos activos constituyen una importante fuente de garantías para los prestamistas. Por tanto, las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial y la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda de los hogares pueden tener graves implicaciones para los balances de los bancos y la estabilidad financiera (véase la subsección 1 de la sección 2).

Gráfico 18

Los elevados niveles de deuda de los hogares fueron un factor importante de las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial en algunos países

(deuda de los hogares en porcentaje de la renta disponible; porcentajes)



Fuentes: BCE y Comisión Europea.

Notas: Los datos de Bélgica (BE) y Croacia (HR) se basan en el primer trimestre de 2016; los de Bulgaria (BG) y Estonia (EE), en las series anuales del Sistema Europeo de Cuentas (SEC) 2010 para 2014; los de Chipre (CY), Hungría (HU), Lituania (LT), Letonia (LV) y Eslovaquia (SK), en las series anuales del SEC 2010 para 2015, y los de Luxemburgo (LU), en las series anuales del SEC 95 para 2012. No se dispone de datos para Malta (MT).

Una vez más volvió a considerarse que los riesgos de cola políticos, un reajuste de las primas de riesgo a nivel mundial o bruscos aumentos de los tipos de interés sin riesgo a escala global eran detonantes importantes para convertir la persistente preocupación en torno a la sostenibilidad de la deuda en riesgos más agudos para la estabilidad financiera.

En concreto, se estimó que la materialización del riesgo 1 (véase cuadro 1 anterior) podría reavivar la preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda y que, en caso de que estos riesgos se materializaran, las grandes exposiciones continuadas de algunos sistemas bancarios de la UE a sus Estados nacionales (véase gráfico 19) podrían reactivar el vínculo entre los Estados y las entidades de crédito. Además, las empresas de seguros y los fondos de pensiones también tienen

¹⁸ Véase el informe titulado *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, op. cit.

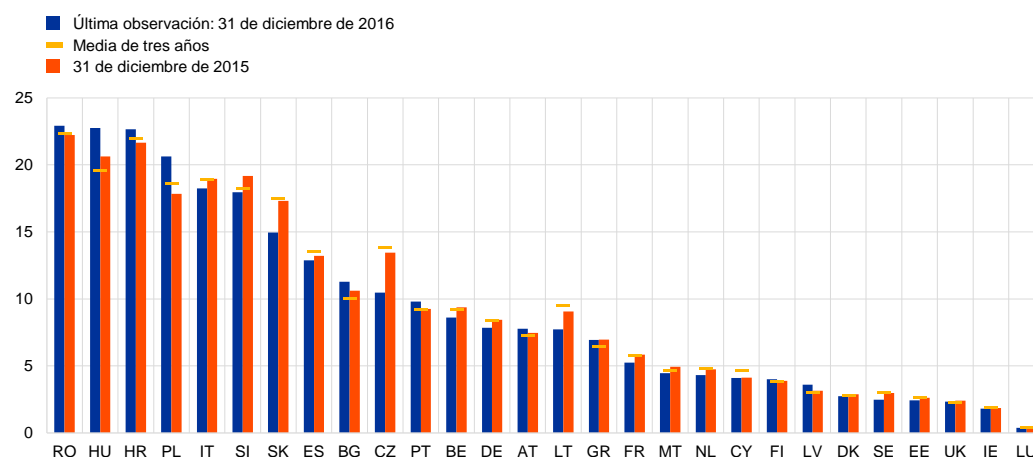


exposiciones significativas a títulos de deuda nacional. La JERS está analizando si la creación de los títulos garantizados con deuda soberana (SBS, en sus siglas en inglés) para debilitar el citado vínculo sin mutualizar la deuda soberana entre los Estados miembros de la UE podría ser una opción factible y beneficiosa para la estabilidad financiera (véase el recuadro 3 para más detalles).

Gráfico 19

La exposición de algunos sistemas bancarios de la UE a sus Estados nacionales sigue siendo elevada

(porcentaje de los activos totales; porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Crédito otorgado por las instituciones financieras monetarias (excluido el Sistema Europeo de Bancos Centrales) a las Administraciones Públicas nacionales. Crédito incluye los préstamos concedidos y las tenencias de valores representativos de deuda emitidos. Los activos totales excluyen activos remanentes. En algunos países, como Italia y Francia, los organismos públicos cuyo fin es prestar financiación principalmente a las Administraciones Públicas se clasifican como instituciones financieras monetarias.

Recuadro 3

Durante el primer año de la Serie de Documentos de Trabajo de la JERS se publicaron 33 documentos sobre riesgo sistémico y política macroprudencial que sirven de base para las actividades de la JERS en materia de política macroprudencial

En 2016 comenzó a publicarse la Serie de Documentos de Trabajo de la JERS como vía de publicación de trabajos de investigación de calidad relacionados con el riesgo sistémico y la política macroprudencial¹⁹. La Serie está dirigida por el Comité Científico Consultivo y su finalidad es recopilar trabajos de investigación de calidad sobre el riesgo sistémico que sirven de base para las actividades de la JERS en materia de política macroprudencial. Durante el primer año de la Serie, la JERS publicó 33 documentos de trabajo, que si bien no reflejan necesariamente la opinión oficial de la institución, se tienen en cuenta en las decisiones al arrojar luz sobre

¹⁹ Se acepta la presentación de documentos de trabajo para la Serie de Documentos de Trabajo cuando al menos uno de sus coautores pertenezca a la JERS o a alguna de sus instituciones miembros, o cuando se hayan presentado en un evento de la JERS. Para mandar un documento de trabajo para su posible publicación, debe enviarse un archivo en pdf por correo electrónico a la dirección wpseries@esrb.europa.eu.



diversos aspectos del riesgo sistémico, la calibración de los instrumentos de política macroprudencial existentes y el desarrollo de otros nuevos. Así, por ejemplo, en el primer Documento de Trabajo titulado «Macro-financial stability under EMU», Philip R. Lane analizó el comportamiento cíclico de las variables macrofinancieras en distintos países en el marco de la Unión Económica y Monetaria y presentó el programa de reformas necesario para reforzar la estabilidad macrofinanciera.

Muchos de los documentos de trabajo fueron fundamentales para los debates sobre política macroprudencial. En el Documento de Trabajo n.º 21 titulado «ESBies: Safety in the tranches» se analiza un nuevo instrumento financiero, los denominados «European Safe Bonds» (ESBies), cuyo propósito es debilitar el vínculo existente entre el riesgo soberano y el riesgo bancario a través de la diversificación y de la división en tramos. Posteriormente, la JERS investigó la viabilidad de estos instrumentos en un grupo de trabajo de alto nivel presidido por Philip R. Lane, gobernador del Central Bank of Ireland. El riesgo soberano y el vínculo entre este riesgo y el riesgo bancario fue también la temática de otros tres documentos de trabajo de la institución. En el primero, el Documento de Trabajo n.º 9 titulado «Regime-dependent sovereign risk-pricing during the euro crisis», se analiza cómo la valoración del riesgo soberano depende del régimen existente y está sujeta a efectos umbral. Los autores concluyen que la disciplina presupuestaria y las reformas estructurales nacionales no son suficientes para reducir los rendimientos mientras siga sin resolverse la espiral negativa entre las entidades de crédito y los Estados. En el segundo, el Documento de Trabajo n.º 11 titulado «Bank exposures and sovereign stress transmission», se investigan las causas y los efectos de las exposiciones soberanas de las entidades de crédito durante y después de la crisis de la deuda soberana. Los autores llegan a la conclusión de que las entidades de crédito públicas, las rescatadas recientemente y las peor capitalizadas reaccionaron a las tensiones soberanas aumentando sus tenencias de deuda soberana nacional en mayor medida que otras entidades de crédito. En el tercero, el Documento de Trabajo n.º 35 titulado «Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone», Ad van Riet analiza las ventajas de introducir un activo soberano seguro para la zona del euro. El autor describe dos opciones: un sistema multipolar creíble formado por activos soberanos seguros de cada país y un activo soberano seguro común para la zona del euro, y llega a la conclusión de que esta última sería una solución más eficaz.

Con frecuencia, los Documentos de Trabajo de la JERS se han caracterizado por su oportunidad y actualidad, y han aportado una perspectiva académica a los trabajos en curso. En el Documento de Trabajo n.º 27, titulado «(Pro?)-cyclicality of collateral haircuts and systemic illiquidity», Florian Glaser y Sven Panz proporcionan evidencia empírica sobre la cuestión de la prociclicidad de los recortes de valoración aplicados a los activos de garantía. Contrariamente a lo esperado, los autores no encuentran evidencia en los datos de que los recortes aumenten cuando crece la falta de liquidez sistémica, por lo que no parece que desencadenen espirales de liquidez. Este documento también sirvió de referencia para el trabajo que está realizando la JERS en relación con la prociclicidad de los márgenes y los recortes de valoración.

En los documentos de trabajo también se exploraron nuevos conjuntos de datos relevantes para el análisis de la estabilidad financiera, que están disponibles en la JERS. El Documento de Trabajo n.º 33 titulado «How does risk flow in the credit default swap market?» usa un conjunto de datos globales, a nivel de operación, sobre los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés). Los autores utilizan este conjunto de datos para analizar el mercado de CDS como una red de transferencias de riesgos entre contrapartes, y llegan a la conclusión de que el flujo de riesgo parte de un gran número de vendedores de riesgo último —URS— (como fondos de inversión libre o *hedge funds*) y termina en unos pocos e importantes compradores de riesgo



último —URB— que, en su mayor parte, son entidades no bancarias (en particular, sociedades gestoras de activos). El análisis de la cartera de CDS de estas últimas muestra un alto grado de concentración, lo que podría apuntar a la existencia de vulnerabilidades sistémicas. El Documento de Trabajo n.º 15 titulado «Credit default swap spreads and systemic financial risk» también se sirve de datos del mercado de CDS para sacar conclusiones sobre las vulnerabilidades sistémicas, concretamente, sobre la probabilidad de que muchas entidades de crédito quiebren simultáneamente.

Con frecuencia, los documentos de trabajo incluían enfoques metodológicos novedosos para abordar cuestiones de estabilidad financiera y riesgo sistémico. En el Documento de Trabajo n.º 32 titulado «Financial contagion with spillover effects: a multiplex network approach» se adopta un enfoque novedoso procedente de la literatura, cada vez más abundante, sobre redes financieras. En particular, los autores utilizan redes multiplexadas, un tipo especial de red multicapa en la que los nodos no pueden estar interconectados con nodos de otras capas. Gracias a esta metodología de vanguardia, los autores construyen un modelo integral del contagio financiero que comprende canales de transmisión directos e indirectos. Este análisis es especialmente relevante por lo que respecta al riesgo sistémico, ya que muestra que la multiplexación positivamente correlacionada puede debilitar seriamente la capacidad de resistencia de los mercados. Asimismo, en el Documento de Trabajo n.º 20 titulado «Multiplex interbank networks and systemic importance – An application to European data» se utilizan datos relativos a exposiciones entre grandes entidades de crédito europeas desglosados por vencimiento y tipo de instrumento para definir las principales características de la estructura multiplexada de la red de grandes bancos europeos. Estos datos muestran que el nivel específico de agregación de las redes influye en la determinación de la interconexión y, por tanto, en el proceso de formulación de las políticas macroprudenciales.

Durante el primer año de la Serie, los documentos de trabajo incluyeron una amplia variedad de estudios novedosos y relevantes para la política macroprudencial. Además de haber contribuido al entendimiento general de las vulnerabilidades sistémicas del sistema financiero, estos trabajos también servirán de base para los debates en curso sobre el riesgo sistémico. Gracias a la utilización de enfoques novedosos y de nuevos conjuntos de datos de supervisión, la Serie Documentos de Trabajo podría inspirar numerosos proyectos de investigación futuros sobre el riesgo sistémico, tanto en el ámbito académico como de la actividad investigadora de las instituciones públicas.

4 Perturbaciones y contagio procedentes de la banca en la sombra

Los cambios estructurales y el prolongado período de bajos tipos de interés podrían provocar un desplazamiento hacia un sistema bancario más basado en los mercados²⁰. Esta sería una evolución deseable y estaría en línea con la iniciativa de la Comisión Europea de una unión de los mercados de capitales. Sin embargo, también puede generar nuevos riesgos para la estabilidad financiera. Por ejemplo, el desarrollo de actividades bancarias por parte de entidades no bancarias podría dar lugar al arbitraje regulatorio y crear dificultades en términos de vigilancia y

²⁰ Informe titulado *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, op. cit.



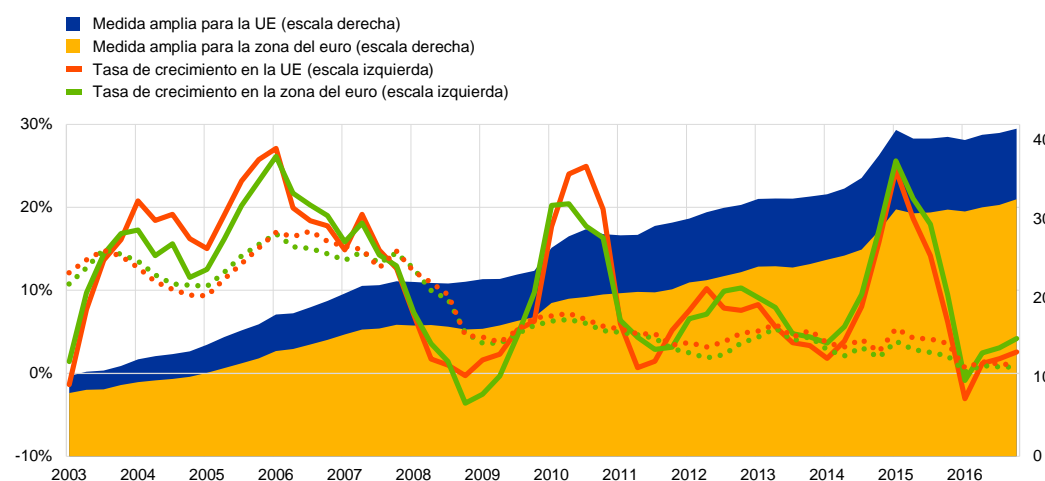
supervisión desde una perspectiva macroprudencial, ya que se aplica diferente regulación a entidades que realizan actividades similares. De hecho, la importancia de la banca en la sombra en la UE ha crecido en los últimos años, y la JERS está desarrollando marcos y herramientas para vigilar los riesgos sistémicos potenciales que conlleva (véase recuadro 1).

La banca en la sombra de la UE continuó creciendo en 2016, aunque a un ritmo notablemente más lento que en años anteriores. La banca en la sombra de la UE ascendió a 40 billones de euros en el cuarto trimestre de 2016, aplicando una medida amplia, que incluye los activos totales de los fondos de inversión²¹ y otras instituciones financieras (OIF) (véase gráfico 20). Esta cifra representó el 38 %, aproximadamente, de los activos totales del sector financiero de la UE en dicho trimestre. Esta medida amplia del sistema bancario en la sombra creció un 30 % durante el período 2012-2016. Sin embargo, existió una heterogeneidad sustancial entre los distintos Estados miembros de la UE en cuanto al tamaño de dicho sistema, tanto en términos absolutos como en relación con el tamaño del sector bancario nacional.

Gráfico 20

Medida amplia de la banca en la sombra en la UE y en la zona del euro (fondos de inversión y OIF)

(billones de euros y tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las tasas de crecimiento interanual basadas en las variaciones de los importes vivos se representan mediante las líneas continuas. Las líneas punteadas indican las tasas de crecimiento interanual basadas en las operaciones, es decir, excluyendo el impacto de las revalorizaciones, las variaciones de los tipos de cambio y las reclasificaciones estadísticas. La última observación corresponde al cuarto trimestre de 2016.

La financiación mayorista proporcionada por las entidades que realizan actividades de banca en la sombra siguió disminuyendo en 2016, pero a un ritmo más lento que en años previos. Esta medida de la financiación mayorista por parte de las entidades que llevan a cabo actividades de banca en la sombra incluye valores representativos de deuda de instituciones financieras monetarias (IFM) en poder de fondos de inversión y de fondos del mercado monetario

²¹ Los fondos de inversión incluyen los fondos del mercado monetario.



(FMM) más activos totales de las sociedades instrumentales (FVC, en sus siglas en inglés)²². La financiación facilitada por estas entidades cayó un 0,6 % en 2016, después de que la tasa de crecimiento anual media de esta medida se redujera en un -4,1 % en el período 2012-2015. La contracción total de esta medida oculta cierta heterogeneidad en la evolución de sus subcomponentes. Los valores representativos de deuda de las IFM en manos de los FMM aumentaron un 5,6 % en 2016, mientras que los que estaban en poder de los fondos de inversión y los activos totales de las FVC continuaron disminuyendo.

La JERS amplió su capacidad para vigilar los riesgos de la banca en la sombra, dado que pueden surgir riesgos sistémicos directamente de esta parte del sector financiero no bancario²³. Para ello, publicó el primer número de su informe «EU Shadow Banking Monitor», al tiempo que llevó a cabo una considerable labor para seguir desarrollando el marco de vigilancia en preparación para la publicación del segundo número. En el primer número de este informe se identificaron varias cuestiones que pueden ser fuente de riesgos sistémicos o ampliarlos. Los riesgos asociados a las actividades de banca en la sombra y que son relevantes desde una perspectiva sistémica incluyen el apalancamiento financiero, que está particularmente presente en los fondos de inversión libre (*hedge funds*), pero también en los fondos de inversión inmobiliaria. La transformación de plazos y de la liquidez son riesgos importantes, en especial para algunos fondos de renta fija, mientras que la interrelación sistémica puede ser acusada entre los FMM y el sistema bancario. Además, la transformación de plazos y de liquidez y el apalancamiento suelen ser significativos en entidades como las sociedades instrumentales (FVC), las sociedades de valores y derivados financieros y los fondos de inversión libre.

La JERS continuó examinando los vínculos transfronterizos y entre sectores, en particular la interrelación de la banca en la sombra con otras partes del sistema financiero. Durante el período analizado, la JERS publicó los resultados de su análisis sobre la identificación de las exposiciones de las entidades de crédito de la UE a entidades que realizan actividades de banca en la sombra, labor que llevó a cabo en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea²⁴. El análisis puso de manifiesto que los vínculos actuales tienen un carácter global y transfronterizo, dado que aproximadamente el 60 % de la exposición total de las entidades de crédito de la UE es frente a entidades que llevan a cabo actividades de banca en la sombra domiciliadas fuera de la UE. El análisis también puso de relieve que las exposiciones se concentran por tipo de contraparte, ya que el 65 %, aproximadamente, son exposiciones frente a entidades de titulización, fondos de inversión distintos de los fondos del mercado monetario y financieras. En general, los trabajos sobre la citada interrelación están en curso, habiendo varias iniciativas en marcha a nivel de la JERS.

La JERS también contribuyó al actual debate sobre las condiciones de la liquidez de mercado aportando nueva evidencia empírica sobre la provisión de servicios de liquidez por parte de los creadores de mercado²⁵. En su sentido más amplio, la liquidez de mercado se refiere a la facilidad con la que pueden comprarse o venderse valores sin generar un impacto

²² Los datos disponibles solo permiten estimar esta medida para las entidades domiciliadas en la zona del euro, no en el conjunto de la UE.

²³ Véanse *EU Shadow Banking Monitor*, op. cit., y L. Grillet-Aubert, J.-B. Haquin, C. Jackson, N. Killeen y C. Weistroffer, C., op. cit.

²⁴ Véase J. Abad, M. D'Errico, N. Killeen, V. Luz, T. Peltonen, R. Portes y T. Urbano, «Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking entities», *Working Paper Series*, n.º 40, JERS, marzo de 2017.

²⁵ Informe titulado *Market liquidity and market-making*, JERS, octubre de 2016.



excesivo en los precios. Los mercados líquidos ayudan a facilitar financiación para las inversiones en la economía real y deberían respaldar el crecimiento económico. Ha existido una preocupación generalizada entre los participantes en los mercados y algunos organismos internacionales en torno a que un descenso significativo de la liquidez de mercado pudiera resultar en el deterioro de algunos mercados de renta fija, lo que podría suponer una amenaza para la estabilidad financiera²⁶. Además, un motivo de inquietud fue que una combinación de menor liquidez de mercado y un desequilibrio de liquidez en los fondos de inversión pudiera agravar la dimensión y el impacto en la liquidez de mercado de las ventas forzadas por parte de los fondos que intentan satisfacer las solicitudes de reembolso en épocas de tensión²⁷. Sin embargo, no quedó claro si dichas preocupaciones eran fundadas o no, principalmente por la falta de datos disponibles. En este entorno, la JERS recopiló datos de los principales creadores de mercado que operan en Europa²⁸.

Los datos recopilados por la JERS mostraron una evidencia dispar de la evolución de la liquidez de mercado, con unos resultados variables en función del mercado de activos y del indicador de liquidez de mercado utilizado. En los mercados de renta fija privada se observó una tendencia a la baja, tanto en los inventarios brutos como en los netos, que posiblemente indicó la menor capacidad o disposición de los creadores de mercado para actuar como intermediarios en dichos mercados (véase gráfico 21). Sin embargo, los inventarios de otras categorías de activos de los creadores de mercado mostraron una tendencia más dispar, y los volúmenes de negociación se mantuvieron relativamente constantes entre categorías. La mediana de los volúmenes de negociación disminuyó en las distintas clases de activos, lo que indicó una posible reducción de la liquidez y cambios en el comportamiento de los mercados.

La JERS continuó analizando el conjunto de datos de toda la UE sobre operaciones de derivados resultante del EMIR con el fin de poder entender mejor los riesgos sistémicos de los mercados de derivados²⁹. La opacidad de los mercados de derivados OTC fue un importante factor determinante de la crisis financiera de 2007-2008. El EMIR desarrolló el compromiso asumido por los líderes del G-20 en 2009 de mejorar la transparencia de estos mercados exigiendo la notificación de los contratos a los registros de operaciones y poniendo la información a disposición de las autoridades. La JERS analizó con detalle una muestra a 2 de noviembre de 2015 de los tres segmentos mayores del mercado de derivados OTC, a saber, derivados de tipos de interés, de crédito y de divisas.

²⁶ Véanse, entre otros, *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*, Fondo Monetario Internacional, octubre de 2015; *Fixed income market liquidity*, Banco de Pagos Internacionales, enero de 2016; *Joint Committee Report of the European Supervisory Authorities on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*, primavera de 2016, y *Global Financial Market Liquidity Study*, PricewaterhouseCoopers, agosto de 2015.

²⁷ Véanse, entre otros, *Financial Stability Review*, Banco Central Europeo, mayo de 2016; *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*, JERS, noviembre de 2016, y *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, Consejo de Estabilidad de Financiera, enero de 2017.

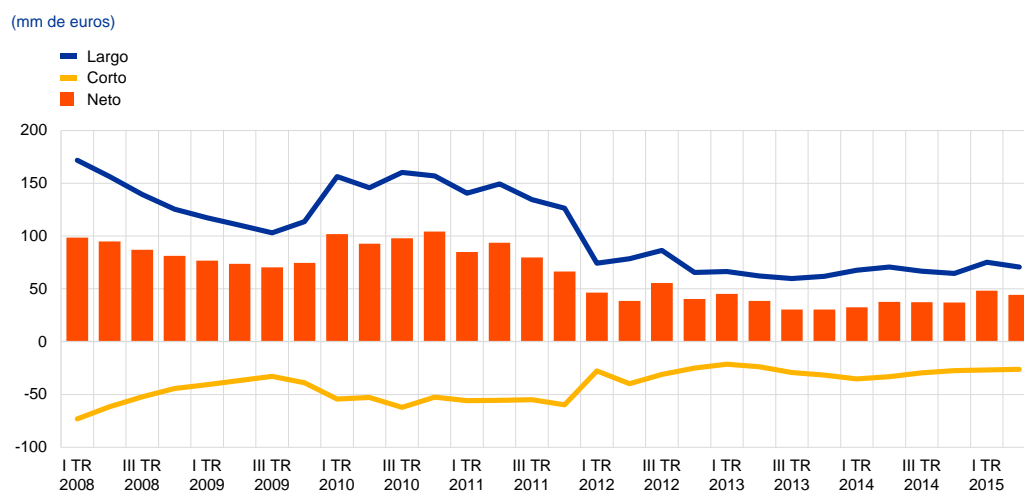
²⁸ La creación de mercado desempeña un importante papel en un mercado que funciona correctamente. Un elemento fundamental de la liquidez en los mercados de renta fija, y en particular en los de renta fija privada, es la capacidad de los creadores de mercado para absorber desequilibrios temporales en el orden de dichos mercados almacenando el riesgo durante breves períodos de tiempo.

²⁹ Véase J. Abad, I. Aldasoro, C. Aymanns, M. D'Errico, L. Fache Rousová, P. Hoffmann, S. Langfield, M. Neychev y T. Roukny, «Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset», *Occasional Paper Series*, n.º 11, JERS, septiembre de 2016.



Gráfico 21

Inventarios de bonos corporativos europeos de los creadores de mercado



Fuente: Recopilación de datos de la JERS.
 Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2015.

En el análisis de los tres segmentos mayores del mercado de derivados OTC se pusieron de manifiesto algunos factores determinantes comunes.

En primer lugar, estos mercados eran significativos en términos de importes nominales vivos. En segundo lugar, todos mostraban un elevado grado de concentración en un número limitado de grandes intermediarios (y en un número reducido de entidades de referencia en el caso de los mercados de CDS). En tercer lugar, estos mercados reflejaban cambios regulatorios fundamentales destinados a gestionar y limitar el riesgo de contraparte, como la introducción de la compensación central obligatoria y la compresión de las carteras. Por ejemplo, el mercado de *swaps* de tipos de interés estaba en curso de pasar a ser compensado en gran parte a través de entidades de contrapartida central, en vez de ser un mercado bilateral. Los datos microeconómicos detallados también permitieron observar que el valor de las posiciones en derivados de tipos de interés de las entidades de crédito aumenta cuando suben los tipos, mientras que el de las empresas de seguros y los fondos de pensiones disminuye. Ello puede indicar cómo los bancos utilizan estos derivados con fines de cobertura al transformar sus pasivos a corto plazo en pasivos a largo plazo.

La creciente importancia del sistema financiero no bancario de la UE también se reflejó en diversas iniciativas de la JERS para desarrollar el marco de política macroprudencial para este sector.

En la subsección 2.3 de la sección 2 se facilita más información sobre estas iniciativas de la JERS relacionadas con el sistema financiero no bancario.



Sección 2 – Políticas para hacer frente al riesgo sistémico

En esta sección se analiza el trabajo de la JERS en el ámbito de la política macroprudencial.

En la subsección 1 se describen los avisos y recomendaciones emitidos por la JERS en 2016, mientras que en la subsección 2 se explica su contribución al marco de política macroprudencial para el sector bancario y el sector financiero no bancario. En la subsección 3 se presentan las conclusiones con una descripción general de las medidas adoptadas a lo largo de 2016.

1 Avisos y recomendaciones de la JERS

En esta subsección se describen los avisos y recomendaciones emitidos por la JERS en 2016. En la subsección 1.1 se resumen los avisos y recomendaciones de la JERS relativos al sector inmobiliario, mientras que en la subsección 1.2 se analiza la aplicación del marco de reciprocidad durante el año.

1.1 Riesgo sistémico originado en el sector inmobiliario

Una de las principales tareas de la JERS es evaluar las vulnerabilidades del sistema financiero de la UE. La JERS se encarga de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea (UE) para contribuir a la prevención o mitigación de los riesgos sistémicos³⁰. También tiene el mandato de emitir avisos, confidenciales o públicos, cuando se identifican riesgos sistémicos y es necesario advertir sobre ellos. Con este fin, la JERS analiza las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial en los Estados miembros de la UE. Dada la importancia de este sector para la estabilidad financiera y macroeconómica, el análisis de sus posibles vulnerabilidades es una responsabilidad fundamental de las autoridades macroprudenciales. Para evitar la acumulación de vulnerabilidades, es especialmente importante adoptar un enfoque prospectivo en el análisis.

La evaluación de las vulnerabilidades ha sido exhaustiva y se ha centrado en tres ámbitos.

A partir de trabajos anteriores de la JERS³¹ se identificaron las vulnerabilidades y se clasificaron en tres «ámbitos»: garantías, hogares y sector bancario. «Garantías» se refiere a la dinámica y a los niveles de los precios en los mercados inmobiliarios residenciales; «hogares» abarca las implicaciones del endeudamiento de los hogares, en términos de su capacidad de reembolsar la deuda y otros comportamientos (concretamente, el consumo), y «sector bancario» se refiere al impacto potencial de la evolución del sector de inmuebles residenciales en los prestamistas.

³⁰ **Reglamento (UE) nº 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico** (DO L 331, 15.12.2010, p.1).

³¹ Entre los trabajos anteriores se incluyen el informe titulado **Report on residential real estate and financial stability in the EU**, diciembre de 2015, la **Recomendación de la JERS 2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial (JERS/2013/1)** y el manual titulado **The ESRB Handbook on Operationalising Macroprudential Policy in the Banking Sector** (2014).



Se llevó a cabo un análisis transversal y por países. En primer lugar, se aplicó un marco basado en indicadores a los distintos países para identificar un grupo de países con vistas a analizarlos más detalladamente. En este marco, desarrollado conjuntamente por la JERS y el BCE, se utilizaron varios indicadores de riesgo y se identificaron once países cuyas vulnerabilidades habían aumentado hasta el punto que era necesario analizarlos con más detalle desde una perspectiva sistémica. En segundo lugar, se efectuó un análisis específico de cada país del grupo seleccionado, teniendo en cuenta las características estructurales e institucionales del Estado miembro, además de las políticas que habían adoptado.

Basándose en esta evaluación de las vulnerabilidades a medio plazo relacionadas con el sector inmobiliario residencial, la JERS decidió emitir avisos públicos dirigidos a ocho países³². Estos fueron los primeros avisos públicos formulados por la JERS desde su creación y se comunicaron a los ministros correspondientes de los ocho Estados miembros siguientes: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia y Reino Unido. En la sección 1 se describen brevemente las vulnerabilidades identificadas, y todos los detalles de la evaluación y de la metodología empleada están incluidos en el informe que la JERS³³ publicó conjuntamente con los avisos el 28 de noviembre de 2016. De cara al futuro, la JERS seguirá cumpliendo su mandato de ocuparse de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE, que incluye identificar, en todos los Estados miembros, las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario que puedan afectar a la estabilidad financiera.

Además de vulnerabilidades, la JERS también detectó lagunas significativas en los datos disponibles para analizar el sector inmobiliario. En trabajos anteriores de la JERS sobre los sectores inmobiliarios residencial y comercial y la estabilidad financiera en la UE se había constatado que existen considerables lagunas de información en este ámbito. Los citados trabajos realizados en el contexto de los avisos llevaron a una conclusión similar. La falta de datos adecuados puede dificultar el seguimiento de la estabilidad financiera y la elaboración de políticas macroprudenciales y, por tanto, debe remediarse.

Por consiguiente, la JERS adoptó también una Recomendación sobre la eliminación de lagunas de datos sobre el sector inmobiliario³⁴. Con esta Recomendación, la JERS pretende establecer un marco más armonizado para vigilar la evolución de los mercados inmobiliarios de la UE. La Recomendación, adoptada el 31 de octubre de 2016, proporciona un conjunto común de indicadores cuyo seguimiento se recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales para evaluar los riesgos originados en el sector inmobiliario, así como definiciones operativas de esos indicadores. La Recomendación se refiere a los sectores inmobiliarios tanto residencial como comercial, y la JERS vigilará su cumplimiento a través del principio de «actuar o explicar». El plazo para aplicar la Recomendación termina a finales de 2020. Como complemento de la Recomendación, la JERS considera que deberían recopilarse periódicamente datos a escala de la UE sobre estos indicadores y que el BCE está en una posición adecuada para asumir un papel principal a este respecto.

³² Véanse los [avisos sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial](#).

³³ [Vulnerabilities in the EU residential real estate sector](#), JERS, noviembre de 2016.

³⁴ [Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles](#).



1.2 Aplicación del marco de reciprocidad

El año 2016 fue el primero en el que se aplicó el marco de reciprocidad voluntaria introducido por la JERS en diciembre de 2015³⁵. Este marco prevé la reciprocidad de aquellas medidas macroprudenciales basadas en las exposiciones adoptadas por los Estados miembros. Después de que el Estado miembro que active una medida macroprudencial presente una solicitud de reciprocidad, la JERS recomienda la reciprocidad de la medida a los demás Estados miembros si lo considera justificado. Estos deben aplicar la reciprocidad, idealmente con el mismo instrumento, en un plazo determinado y tienen la opción de excluir a los proveedores de servicios financieros que no tengan exposiciones importantes (de conformidad con el principio *de minimis*).

En 2016 se solicitó la reciprocidad de dos medidas. La primera solicitud fue presentada por Bélgica. La medida belga consiste, en virtud del artículo 458, apartado 2, letra d), inciso vi) del Reglamento sobre requerimientos de capital (RRC), en aumentar cinco puntos porcentuales la ponderación por riesgo de las exposiciones hipotecarias en este país de las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB, en sus siglas en inglés) para medir el riesgo de crédito. Aunque la cuota de mercado de las sucursales y de los préstamos transfronterizos directos en Bélgica es pequeña en la actualidad, se consideró importante aplicar la medida belga a estas exposiciones dada la significativa cuota de mercado de las filiales.

La segunda solicitud de reciprocidad provino de Estonia. Las autoridades estonias solicitaron la reciprocidad del porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos del 1 % aplicable a las exposiciones internas de todas las entidades de crédito autorizadas en Estonia, en consonancia con la transposición nacional del artículo 133 de la Directiva sobre requerimientos de capital (DRC IV). La solicitud de reciprocidad de Estonia estuvo motivada por la significativa cuota de las sucursales de entidades de crédito extranjeras en el mercado interno. Este país estableció de manera informal un umbral de materialidad específico de 200 millones de euros como orientación para la aplicación del principio *de minimis* por parte de los Estados miembros que opten por la reciprocidad.

La JERS recomendó aplicar la reciprocidad en ambos casos, pero detectó problemas específicos en cada instrumento³⁶. En el caso de Bélgica, el artículo 458, apartado 5, del RRC prevé que otros Estados miembros apliquen la reciprocidad únicamente a las sucursales y no a las exposiciones transfronterizas directas. La inclusión de dichas exposiciones exigiría la reciprocidad con medidas equivalentes cuya implementación podría llevar más tiempo. La JERS adoptó un enfoque pragmático y recomendó que, cuando ninguna entidad de crédito que utilice el método IRB tenga exposiciones importantes a través de sus sucursales ubicadas en Bélgica o de exposiciones transfronterizas directas, los Estados miembros podían decidir no aplicar la medida recíprocamente, en cuyo caso se les recomendaba que realizasen un seguimiento de la situación y aplicasen la reciprocidad si las exposiciones pasaban a ser importantes. En cuanto a Estonia, la reciprocidad sería posible conforme a la legislación nacional mediante la transposición del artículo 134 de la DRC IV, que permite la reciprocidad del colchón contra riesgos sistémicos. Algunos Estados miembros carecen de un procedimiento establecido en su marco jurídico que sea

³⁵ **Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial.**

³⁶ Para incluir estas dos medidas en la lista de medidas que se recomienda aplicar recíprocamente, la JERS modificó su Recomendación JERS/2015/2 mediante la Recomendación JERS/2016/3 (adoptada en marzo de 2016) y la Recomendación JERS/2016/4 (adoptada en junio de 2016).



similar al contemplado en el artículo 134 de la DRC IV o no pueden activarlo en este momento (Finlandia, Italia y Reino Unido). En estos casos, la JERS recomendó aplicar la reciprocidad de la medida estonia con medidas equivalentes.

2 Contribución de la JERS al marco de política macroprudencial de la UE

En esta subsección se describe la contribución de la JERS al marco de política macroprudencial en 2016. En la subsección 2.1 se resume la respuesta de la JERS a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión del marco de política macroprudencial de la UE. En la subsección 2.2 se analizan las aportaciones de la JERS a diversos instrumentos del sector bancario, mientras que la subsección 2.3 trata de su contribución al marco macroprudencial de los sectores no bancarios. En la subsección 2.4 se describen brevemente las actividades de la JERS en el ámbito de las pruebas de resistencia durante el período analizado.

2.1 Contribución de la JERS a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión del marco de política macroprudencial de la UE

En octubre de 2016, la JERS publicó su respuesta al documento de consulta de la Comisión Europea titulado «Review of the EU Macro-prudential Policy Framework»³⁷. La JERS destacó la importancia de preservar su independencia, con una identidad organizativa distinta y separada del BCE. Sin embargo, la JERS también debe seguir estrechamente vinculada al BCE manteniendo el apoyo administrativo y presupuestario que actualmente le presta dicha institución. Este vínculo podría reforzarse si el presidente del BCE es el presidente *de iure* de la JERS³⁸.

La JERS propuso que la composición de la Junta General continúe siendo amplia y que refleje de forma adecuada la nueva estructura institucional macroprudencial. Por lo tanto, las administraciones centrales o autoridades públicas encargadas de aplicar la política macroprudencial a escala nacional deben ser miembros de la JERS sin derecho de voto. En opinión de la JERS, una composición ampliada de la Junta General mejoraría la coordinación entre todas las partes interesadas relevantes y facilitaría la identificación y mitigación de los riesgos en todas las jurisdicciones y sectores del sistema financiero de la UE.

La JERS subrayó que el conjunto de herramientas macroprudenciales debe ser completo y fácil de utilizar, lo que es esencial para que las autoridades macroprudenciales puedan responder a los riesgos sistémicos de forma adecuada e inmediata. Es preciso aumentar la transparencia y la eficacia de la política macroprudencial mediante una delimitación clara de los mandatos, las facultades y las herramientas entre las autoridades microprudenciales (competentes) y macroprudenciales (designadas). La JERS también consideró que la coordinación entre las autoridades competentes y las designadas debe seguir mejorando, especialmente cuando se utilizan instrumentos específicos por motivos de estabilidad financiera, como, el uso macroprudencial del Pilar 2 y la aplicación de límites mínimos (*floors*) a las ponderaciones por riesgo y a las pérdidas en caso de impago (LGD) en virtud de lo dispuesto en los artículos 124 y

³⁷ La respuesta a la consulta puede consultarse [aquí](#).

³⁸ Si bien la JERS conserva su autonomía y ha consolidado su identidad como organización diferenciada, también se ha beneficiado considerablemente de la visibilidad, la independencia y la reputación del presidente del BCE, lo que se reforzaría dando carácter permanente al vínculo entre el presidente del BCE y el presidente de la JERS.



164 del RRC. Asimismo, la JERS hizo hincapié en la necesidad de flexibilidad en lo que respecta a la activación y el uso de las herramientas disponibles. Por consiguiente, propugna que se racionalice la actual secuencia obligatoria en el uso de determinadas herramientas con arreglo al artículo 458 del RRC. Por último, la JERS recalcó que la reciprocidad (reconocimiento mutuo) de las medidas nacionales basadas en las exposiciones debería convertirse en la práctica general. De este modo se lograría una mayor eficacia y coherencia en la política macroprudencial y se evitaría el arbitraje regulatorio al garantizar la igualdad de condiciones en la UE.

Son necesarias algunas mejoras en el diseño de las herramientas específicas que abordan la dimensión estructural del riesgo sistémico.

La JERS sugirió aumentar sustancialmente el límite máximo actual del 2 % aplicado al colchón para otras entidades de importancia sistémica. Esta medida debería reflejarse también a escala de las filiales cuando la entidad matriz de la UE tenga que cumplir ese requerimiento de colchón en base consolidada. La JERS considera asimismo que la definición del colchón contra riesgos sistémicos debe aclararse y delimitarse para que el colchón no se utilice con el fin de cubrir riesgos asociados a entidades de importancia sistémica. Además, las autoridades nacionales deben poder imponer más de un porcentaje de colchón si hubiera que abordar riesgos estructurales diferenciados en una jurisdicción, así como poder aplicar el colchón contra riesgos sistémicos a exposiciones sectoriales que sean estructuralmente relevantes para el país en cuestión.

La JERS consideró que el uso macroprudencial de instrumentos de liquidez podría ser un camino a seguir para abordar los riesgos cíclicos relacionados con desfases excesivos de vencimientos. Asimismo, indicó que una ratio de apalancamiento a efectos macroprudenciales sería otro elemento útil para el conjunto de herramientas.

Los instrumentos de liquidez incluyen la ratio de cobertura de liquidez (LCR, en sus siglas en inglés) y la ratio de financiación estable neta (NSFR, en sus siglas en inglés). Si se decidiese incorporar una dimensión macroprudencial de estos dos instrumentos al derecho de la Unión, un componente podría ser un colchón de liquidez adicional variable en el tiempo que capte los riesgos cíclicos y que se aplicaría además del requerimiento prudencial mínimo y fijo de LCR o la NSFR. Además, un colchón de liquidez adicional podría considerarse también una medida estructural para afrontar, por ejemplo, riesgos de liquidez similares derivados de fuentes de financiación o modelos de negocio específicos. En la misma línea que los colchones de liquidez macroprudenciales, la JERS consideró que una ratio de apalancamiento con fines macroprudenciales, orientada a los aspectos tanto cíclicos como estructurales del riesgo sistémico, sería otro elemento de utilidad del conjunto de herramientas macroprudenciales que debería incorporarse al derecho de la Unión.

La JERS reconoció que muchos Estados miembros están empleando instrumentos previstos en la legislación nacional para abordar riesgos sistémicos con origen, principalmente, en las exposiciones al sector inmobiliario residencial, y recomendó que estos instrumentos estén a disposición de los responsables de la política macroprudencial en todos los Estados miembros de la UE.

Sin embargo, la JERS considera asimismo que esos instrumentos —incluidas las decisiones relativas a su diseño, implementación y aplicación— deberían ser competencia de las autoridades macroprudenciales nacionales. Entre los ejemplos de instrumentos basados en los prestatarios que no están armonizados en el derecho de la Unión se incluyen los límites máximos a las ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía (LTV), entre el principal del préstamo y los ingresos (LTI) y entre el servicio de la deuda y los ingresos (DSTI). Es necesario redoblar los esfuerzos para resolver los problemas relacionados con las lagunas de datos (como se ha indicado en la subsección 1.1), la falta de definiciones coherentes y otros obstáculos operativos que afectan a la coherencia y a la coordinación en la aplicación de estos instrumentos en la UE.



Por último, la JERS reconoció que es preciso establecer un marco jurídico para la política macroprudencial en el sector no bancario. Ese marco es necesario para abordar los riesgos y las vulnerabilidades de los sectores de seguros y fondos de pensiones y de fondos de inversión, las entidades de contrapartida central (ECC) y los mercados financieros. Las actuales deficiencias de las herramientas de política macroprudencial para abordar los riesgos del sector financiero no bancario en la UE podrían dificultar la prevención y mitigación eficaces de los riesgos sistémicos generados o transmitidos por un segmento no bancario del sector financiero que crece con rapidez. La labor de la JERS en este ámbito se analiza más detalladamente en la subsección 2.3.

2.2 Contribución de la JERS al marco macroprudencial del sector bancario

a) Impacto de la ratio de apalancamiento en la liquidez de mercado

La JERS comunicó a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) su postura sobre la introducción de la ratio de apalancamiento. La JERS considera que esta ratio es un instrumento útil como parte del conjunto de herramientas regulatorias³⁹. La ratio de apalancamiento fue propuesta inicialmente por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) en diciembre de 2009 y está previsto que se introduzca como norma del Pilar 1 antes del 1 de enero de 2018⁴⁰. Se encomendó a la EBA la elaboración de un informe detallado sobre la evaluación del impacto y la calibración de esta ratio de conformidad con el artículo 511 del RRC, que se publicó en agosto de 2016⁴¹. La JERS no estaba formalmente obligada por el RRC a dar su opinión ni a contribuir al informe de la EBA. Sin embargo, se consideró que existían razones de peso por las que debía hacer llegar a la EBA algunas consideraciones macroprudenciales antes de la armonización y la introducción de los requerimientos de apalancamiento a escala de la UE. En concreto, la JERS hizo sugerencias sobre la ratio de apalancamiento y la situación de la liquidez de mercado. La EBA publicó estas aportaciones en el informe final señalando que la JERS tiene acceso a datos relevantes para la evaluación.

En el análisis de la JERS⁴² se investigaron los efectos positivos y negativos que podría tener la exigencia de la ratio de apalancamiento en la liquidez de mercado. Los recientes debates sobre la introducción de esta ratio se han centrado en la cuestión de la liquidez de mercado. Concretamente, la ratio de apalancamiento ha sido objeto de críticas por parte de algunos participantes del sector y de observadores por haber afectado de manera significativa a la oferta de liquidez y a los servicios de intermediación prestados por los *broker-dealers*. En estas

³⁹ En su Recomendación sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial (**JERS/2013/1**), la JERS identificó la prevención del crecimiento excesivo del crédito y del apalancamiento como un objetivo intermedio de la política macroprudencial y señaló que una ratio de apalancamiento a efectos macroprudenciales podría facilitar la consecución de ese objetivo intermedio.

⁴⁰ **Strengthening the resilience of the banking sector**, Comité de Basilea, diciembre de 2009.

⁴¹ **EBA report on the leverage ratio requirements under Article 511 of the CRR**, EBA-Op-2016-13, EBA, agosto de 2016.

⁴² Es importante recordar que las posibilidades de análisis de esta cuestión eran limitadas por varias razones: es posible que diversos factores hayan estado influyendo en la situación de la liquidez de mercado en los últimos años y es difícil separar el efecto de factores específicos; la ratio de apalancamiento todavía es un requerimiento de capital previsto para la mayoría de entidades de crédito de la UE y no existe un marco teórico acordado para la liquidez de mercado, la creación de mercado y la regulación que pueda utilizarse para modelizar el impacto de introducir una ratio de apalancamiento obligatoria.



circunstancias, el trabajo de la JERS en relación con los posibles efectos de la ratio de apalancamiento obligatoria en la liquidez de mercado se ha centrado en: i) presentar los canales conceptuales a través de los cuales esta ratio puede afectar a las entidades de crédito y su papel a la hora de promover mercados líquidos, y ii) investigar si existe evidencia empírica de que se haya producido un impacto como consecuencia de la anticipación en la aplicación del requerimiento de la ratio de apalancamiento.

El análisis conceptual sugiere que la ratio de apalancamiento podría conllevar algunos costes para los *broker-dealers*, pero también se esperan beneficios. Existen canales que podrían llevar a que la ratio de apalancamiento reduzca los incentivos para desarrollar actividades de creación de mercado o para proporcionar financiación en los mercados. La JERS identificó dos tipos de actividades relevantes que pueden verse afectadas: i) las actividades de los intermediarios financieros (*dealers*) que proporcionan inventarios, especialmente de activos sujetos a una baja ponderación por riesgo, y ii) las actividades de las entidades de crédito que financian a intermediarios apalancados que toman posiciones en los mercados, en lo que se conoce como «liquidez de financiación». De este modo, la ratio de apalancamiento podría restar atractivo a algunas actividades relacionadas con la liquidez de mercado para una parte del sector bancario y generar un aumento de los costes de capital para las empresas con una ponderación media por riesgo baja. Aparte de los costes relacionados con estas posibles medidas de ajuste, también cabe esperar que la ratio de apalancamiento contribuya a la liquidez de mercado, especialmente durante períodos de tensiones. En primer lugar, garantiza un grado mínimo de capacidad de resistencia en todas las fases del ciclo financiero, contribuyendo a que las entidades de crédito puedan absorber mejor las perturbaciones. En segundo lugar, es posible que también produzca un impacto a través de los costes de financiación de las entidades de crédito. Las entidades mejor capitalizadas podrán absorber mejor las perturbaciones a corto plazo y mantener los servicios financieros.

El análisis empírico sugiere que apenas se dispone de evidencia de que la ratio de apalancamiento afecte negativamente a la liquidez de mercado. Se utilizó un método empírico para investigar si el requerimiento de esta ratio había tenido un impacto causal en las actividades de las entidades de crédito relacionadas con la liquidez de mercado con posterioridad al anuncio inicial del Comité de Basilea en 2009. Los resultados indican que las entidades de crédito que necesitaban mejorar sus ratios de apalancamiento para cumplir el requisito del 3 % o las expectativas de los mercados lo han hecho, en parte, reduciendo sus activos de la cartera de negociación en relación con el volumen que habrían mantenido si no estuviesen obligadas a aplicar esta ratio. No obstante, ni los activos de negociación ni los *repos* han caído significativamente en porcentaje de los activos totales de esas entidades desde 2010. Puede decirse que el desapalancamiento general era un efecto de la ratio de apalancamiento esperado por los reguladores bancarios y, desde la perspectiva de la liquidez de mercado, es positivo que las actividades de negociación y de financiación no se hayan visto reducidas desproporcionadamente como parte de este proceso. Otros análisis estadísticos que estudian la relación entre los inventarios de los *dealers* y su posición en términos de la ratio de apalancamiento aportan evidencia muy escasa de que exista una relación significativa entre ambos desde 2014.

b) Ciclicidad de los requerimientos de capital

La JERS contribuyó al informe periódico coordinado por la EBA sobre la ciclicidad de los requerimientos de capital. Este informe, exigido por el artículo 502 del RRC, fue coordinado por la EBA y se benefició de las aportaciones del BCE y de la JERS. Su finalidad era aclarar si los requerimientos de capital sensibles al riesgo de las entidades de crédito, según lo previsto en el



RRC y en la DRC IV, generan efectos procíclicos no deseados al reforzar las relaciones endógenas entre el sistema financiero y la economía real.

Aunque se reconoció la existencia de algunos retos analíticos, el informe proporcionó escasa evidencia de la existencia de efectos procíclicos derivados del paquete RRC/DRC IV.

El informe recomendaba mantener el actual marco sensible al riesgo para el capital regulatorio de las entidades de crédito. Si los riesgos de prociclicidad adquirieran más importancia, podrían utilizarse diversas herramientas disponibles en el marco regulatorio financiero de la UE, como el colchón de conservación del capital, el colchón de capital anticíclico, la ratio de apalancamiento con un componente macroprudencial, las ponderaciones por riesgo para las exposiciones inmobiliarias y otras medidas de supervisión. Para ello, el efecto del marco regulatorio de las entidades de crédito de la UE en el ciclo económico debería vigilarse periódicamente y el posible impacto, la eficacia y la eficiencia de los instrumentos anticíclicos deberían analizarse más exhaustivamente.

c) Ratio de financiación estable neta

La JERS comunicó su postura a la EBA sobre la definición de la ratio de financiación estable neta (NSFR, en sus siglas en inglés)⁴³. De conformidad con el artículo 510 del RRC, la EBA realizó una consulta a la JERS sobre las metodologías para determinar el importe de la financiación estable a disposición de y solicitada por las entidades, así como sobre las definiciones uniformes adecuadas para calcular las necesidades de financiación estable neta. La respuesta de la JERS se incluyó posteriormente en la respuesta de la EBA a la solicitud de asesoramiento sobre la NSFR de la Comisión Europea⁴⁴.

En la respuesta, la NSFR se identificaba como el mejor instrumento disponible para abordar problemas estructurales relacionados con la transformación de plazos y de liquidez por parte de las entidades de crédito. La JERS ya ha publicado varios documentos en los que se analiza el posible uso macroprudencial de los instrumentos de liquidez y ha señalado que la NSFR es una de las herramientas más prometedoras⁴⁵.

Los miembros de la JERS coinciden, en líneas generales, en que sería posible utilizar la NSFR como un instrumento macroprudencial. Este uso macroprudencial podría constar de dos elementos: (i) un requerimiento variable en el tiempo, que podría estar integrado por un requerimiento mínimo y la posibilidad de complementarlo con un colchón macroprudencial que podría liberarse en épocas de tensión, y (ii) un requerimiento transversal, calibrado en función de la contribución de cada entidad al riesgo sistémico de liquidez. La integración de estos dos elementos en la NSFR plantearía retos considerables para las autoridades macroprudenciales en lo que respecta a la calibración de la ratio. Por tanto, la JERS instó a seguir trabajando en este ámbito, realizando, entre otras cosas, un análisis durante el ciclo económico y un análisis cuantitativo de los posibles costes y beneficios.

⁴³ Véase la [respuesta de la JERS a la consulta sobre el coeficiente de financiación estable neta \(NSFR\) según lo estipulado en el artículo 510 del RRC](#).

⁴⁴ Véase el [informe de la EBA sobre las necesidades de financiación estable neta en virtud del artículo 510 del RRC](#), EBA/Op/2015/22, EBA, diciembre de 2015.

⁴⁵ Véanse, entre otros, el manual [The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector](#) o L. Clerc, A. Giovannini, S. Langfield, T. Peltonen, R. Portes y M. Scheicher, «[Indirect contagion: the policy problem](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 9, enero de 2016.



La JERS señaló que el objetivo último que persigan las autoridades europeas debe ser la aplicación de un requerimiento de NSFR sólido y creíble en la UE. A tal efecto, la JERS apoyó:

i) el uso de las mismas ponderaciones tanto para la financiación estable requerida como para la financiación estable disponible, tal como acordó el Comité de Basilea, y ii) la exigencia de una NSFR en base consolidada e individual (en este último caso con sujeción a las exenciones y excepciones adecuadas). La JERS considera también que en la NSFR no debería darse un trato preferente a modelos de negocio específicos a menos que pueda demostrarse que esos modelos no plantean riesgos sistémicos de liquidez. Asimismo, la mayoría de los miembros de la JERS consideraron que la proporcionalidad de la NSFR debería aplicarse en el ámbito de la comunicación de información con fines de supervisión y no a la metodología empleada para calcular esta ratio, así como que los desfases de vencimientos y de liquidez que la NSFR pretende abordar también son importantes para las entidades de menor tamaño.

2.3 Contribución de la JERS al marco macroprudencial del sector financiero no bancario

La JERS presentó opciones a corto plazo y una agenda a largo plazo en relación con la política macroprudencial del sector financiero no bancario. Aunque el marco de vigilancia de los riesgos del sector financiero no bancario está tomando forma (véase el recuadro 1 de la sección 1), la política macroprudencial de dicho sector todavía está en su fase inicial. En particular, la estrategia de la política, la información regulatoria y los instrumentos necesarios para abordar los riesgos citados están poco desarrollados. Así pues, la JERS publicó un documento de estrategia en julio de 2016 en el que expone las medidas a aplicar para suplir gradualmente esta carencia en la política de estabilidad financiera⁴⁶. En el documento se describe el marco jurídico e institucional que regula las políticas macroprudenciales del sector financiero no bancario. También presenta opciones de política macroprudencial a corto plazo y una agenda a largo plazo que reflejan las nuevas oportunidades de este sector y permiten mitigar los correspondientes riesgos para la estabilidad financiera.

Se han logrado avances en algunas de las principales líneas de trabajo establecida en el documento de estrategia para la JERS y sus miembros. Entre las tareas a corto y a medio plazo se incluyen contribuir al desarrollo de nuevos instrumentos macroprudenciales, tales como instrumentos para abordar la prociclicidad de los márgenes iniciales y los recortes de valoración, especialmente en operaciones de financiación de valores y derivados, así como contribuir al desarrollo de un conjunto más amplio de herramientas para la estabilidad financiera [como pruebas de resistencia agregadas (*top-down*) para ECC, empresas de seguros y fondos de pensiones] y de marcos de recuperación y resolución para ECC y empresas de seguros. Otra de las tareas identificadas en el documento de estrategia es que la JERS contribuya a las revisiones en curso de la legislación con el fin de garantizar que la perspectiva macroprudencial se incluya en la normativa pertinente de la UE. En el resto de esta subsección se describe cómo ha progresado la JERS en estos cometidos.

⁴⁶ **Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper**, JERS, julio de 2016.



a) Uso macroprudencial de los márgenes y los recortes de valoración

La JERS ha empezado a explorar instrumentos macroprudenciales innovadores que podrían servir para abordar la prociclicidad de los márgenes iniciales y los recortes de valoración. El uso de activos de garantía está desempeñando un papel cada vez más importante en el sistema financiero y las actuales prácticas de gestión de riesgos incluyen requerimientos de márgenes y recortes de valoración. Estas prácticas podrían aumentar la ciclicidad inherente a las exigencias de activos de garantía e intensificar los ciclos de apalancamiento. Con este trasfondo, la JERS publicó un informe exhaustivo en el que describe cómo podrían utilizarse, en principio, los márgenes y los recortes de valoración como herramientas macroprudenciales⁴⁷. Aunque se aplican principalmente a las operaciones de financiación de valores y a los derivados, los nuevos instrumentos macroprudenciales podrían mitigar el riesgo sistémico con origen en el exceso de apalancamiento y la prociclicidad de las exigencias de activos de garantía en las operaciones que se compensan de forma tanto centralizada como no centralizada. El informe hace también hincapié en las dificultades prácticas que plantea la aplicación de esas herramientas y propone continuar trabajando para resolver estas dificultades. El informe tuvo en cuenta las aportaciones realizadas en una conferencia organizada la JERS en junio de 2016 con el objetivo de recabar las opiniones de las autoridades macroprudenciales, representantes del mundo académico y participantes en los mercados de distintas jurisdicciones sobre el uso de los márgenes y los recortes de valoración como nuevos instrumentos posibles y sobre cuáles serían las principales ventajas y dificultades al utilizarlos con fines macroprudenciales⁴⁸.

La JERS evaluó la contribución de las operaciones de financiación de valores a la acumulación de un apalancamiento excesivo y consideró opciones para hacer frente a este riesgo. El dictamen de la JERS⁴⁹ tenía por objeto contribuir a la labor de la Comisión Europea, que es responsable, según se establece en el artículo 29, apartado 3, del Reglamento sobre operaciones de financiación de valores (OFV)⁵⁰, de evaluar los avances de las iniciativas internacionales para mitigar los riesgos asociados a las OFV. Basándose en la conclusión inicial de que las OFV pueden incrementar de forma significativa el apalancamiento del sistema financiero, el dictamen de la JERS es favorable a la aplicación del marco del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) sobre los recortes de valoración aplicables las OFV que no se compensan de forma centralizada⁵¹ en la UE. No obstante, señala la actual falta de un marco completo para afrontar un aumento del apalancamiento a nivel sistémico. Por consiguiente, el dictamen recalca la necesidad de desarrollar un enfoque macroprudencial para establecer márgenes y recortes de valoración con el fin de limitar la acumulación de riesgos sistémicos en las OFV compensadas tanto de forma centralizada como no centralizada.

⁴⁷ **The macroprudential use of margins and haircuts**, JERS, febrero de 2017.

⁴⁸ Aquí se puede consultar más información sobre la conferencia.

⁴⁹ **ESRB opinion to ESMA on securities financing transactions and leverage under Article 29 of the SFTR**, JERS, octubre de 2016.

⁵⁰ **Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 (DO L 337, 23.12.2015, p. 1).**

⁵¹ **Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance**, Consejo de Estabilidad Financiera, noviembre de 2015.



b) Perspectiva macroprudencial sobre la supervisión prudencial de las ECC

En vista del papel fundamental que están desempeñando las ECC en el sistema financiero después de la crisis, la JERS ha seguido aportando una perspectiva macroprudencial a la supervisión prudencial de estas entidades. Tras el compromiso alcanzado por los líderes del G-20 en la cumbre de Pittsburgh celebrada en 2009 de que los contratos estandarizados de derivados se compensen a través de entidades de contrapartida central, en 2012 se adoptó el marco regulatorio de la UE correspondiente, el Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, en sus siglas en inglés)⁵². Las reformas han hecho más seguro el sistema financiero, con una mayor transparencia de los mercados de derivados OTC, anteriormente opacos, y una reducción del riesgo de contraparte. Además, al convertir a las ECC en ejes centrales de la gestión de los riesgos sistémicos, las reformas han asignado una importante responsabilidad a las ECC, sus reguladores y supervisores porque una quiebra desordenada de una ECC plantearía un riesgo significativo para la estabilidad financiera. En vista de lo anterior, la JERS ha seguido aportando una perspectiva macroprudencial a la supervisión prudencial de las ECC.

La JERS contribuyó a una evaluación realizada por la Comisión Europea analizando las implicaciones en términos de riesgos sistémicos de los acuerdos de interoperabilidad entre ECC. Un acuerdo de interoperabilidad se define como un acuerdo entre dos o más ECC que conlleva la ejecución de operaciones entre sistemas. Estos acuerdos pueden conllevar ciertos beneficios desde una perspectiva sistémica, pero también pueden actuar como otro posible canal de contagio entre las ECC si los riesgos no se gestionan adecuadamente. La JERS señaló que esos riesgos se abordan en el actual marco regulatorio de la UE, pero su gestión podría reforzarse si se incluyesen requerimientos más detallados en el EMIR⁵³. El informe pone de relieve la necesidad de analizar más a fondo el impacto que podrían tener sobre el riesgo sistémico los posibles vínculos de los derivados OTC entre ECC.

En respuesta a una consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés), la JERS publicó un análisis de la obligación de compensación para contrapartes financieras con un volumen de actividad limitado. En su respuesta, la JERS reconoció que algunas contrapartes financieras pequeñas podrían tener dificultades para acceder a una ECC con el fin de cumplir la obligación de compensación. Sin embargo, instó a las autoridades y al sector a solucionar estas cuestiones para garantizar la aplicación general de la obligación de compensación. La respuesta subraya que en cualquier análisis sobre las clases de derivados que estarían sujetas a la obligación de compensación se debe tener en cuenta el riesgo sistémico no solo a escala de la UE, sino también de cada Estado miembro.

c) Perspectiva macroprudencial sobre el sector de seguros

Dado que las empresas de seguros pueden ser una fuente de riesgos sistémicos o intensificar riesgos sistémicos existentes, la JERS siguió aportando una perspectiva macroprudencial sobre el sector de seguros. Este sector desempeña un papel importante en la economía al asumir riesgos y movilizar el ahorro y, si funciona correctamente, contribuye al

⁵² Véase la nota a pie de página 7.

⁵³ **ESRB report to the European Commission on the systemic risk implications of CCP interoperability arrangements**, JERS, enero de 2016.



crecimiento económico y a la estabilidad financiera. En un informe de 2015, la JERS señaló que las aseguradoras pueden, no obstante, ser fuente de riesgos sistémicos o aumentarlos. Habida cuenta de lo anterior, la JERS ha continuado aportando una perspectiva macroprudencial sobre el sector de seguros.

La JERS aportó una perspectiva macroprudencial a la labor realizada por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés) con respecto al tipo de interés a plazo último (UFR, en sus siglas en inglés). Los pasivos de las empresas de seguros —el valor actual descontado de los compromisos futuros adquiridos frente a los tomadores de seguros— no pueden observarse, pero, aun así, han de estimarse. El UFR forma parte de la curva de tipos de interés sin riesgo que las empresas de seguros utilizan para realizar esa estimación, por lo que el nivel de este tipo de interés afecta directamente a las ratios de solvencia de dichas empresas. En consecuencia, la JERS proporcionó una perspectiva macroprudencial a la consulta de la EIOPA sobre una propuesta de metodología para calcular el UFR mediante una contribución informal a la Junta de Supervisores de esta autoridad. En su contribución, la JERS señaló que la gran mayoría de sus miembros opinaban que el nivel actual del UFR puede ser demasiado elevado, lo que podría dar lugar a una infravaloración sistémica del valor razonable de los pasivos de las empresas de seguros y a una acumulación de pérdidas ocultas.

La JERS respondió a la consulta pública de la EIOPA sobre la posible armonización de los marcos de recuperación y resolución de las empresas de seguros. El 2 de diciembre de 2016, la EIOPA publicó un documento de debate sobre la posible armonización de los marcos de recuperación y resolución de las empresas de seguros. La JERS había indicado previamente que, en determinadas circunstancias, las quiebras en el sector de seguros podían plantear riesgos sistémicos y que un marco eficaz de recuperación y resolución para dicho sector podría mitigar las implicaciones de esas quiebras para la estabilidad financiera⁵⁴. Por lo tanto, la JERS decidió responder a la consulta ofreciendo una perspectiva macroprudencial por medio de una respuesta de los expertos de la Secretaría de la JERS⁵⁵. En la respuesta se señalaba que es necesario un marco de recuperación y resolución para las empresas de seguros en la UE y que este marco debe tener un alcance amplio y la estabilidad financiera entre sus objetivos principales, junto con la protección de los tomadores de seguros. Además, los expertos de la Secretaría de la JERS consideraron que el marco debe combinar un cierto grado de armonización en toda la UE con la libertad necesaria para que las autoridades nacionales tengan en cuenta las características específicas de cada país. En particular, en la respuesta de los expertos se instaba a adoptar un conjunto amplio de instrumentos de recuperación y resolución que darían a las autoridades competentes flexibilidad para adaptar cada estrategia de resolución a casos concretos. En la respuesta también se recalca que convendría considerar con más detenimiento el establecimiento de mecanismos de financiación mediante aportaciones *ex ante* del sector de seguros, por ejemplo para garantizar que los costes de resolución no sean asumidos por los contribuyentes.

⁵⁴ **Report on systemic risks in the EU insurance sector**, JERS, diciembre de 2015; **Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper**, JERS, julio de 2016; **Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system**, JERS, noviembre de 2016.

⁵⁵ **ESRB Secretariat staff response to the EIOPA Discussion Paper on the potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers (EIOPA-CP-16-009)**, JERS, febrero de 2017.



2.4 Contribución de la JERS a las pruebas de resistencia

Las pruebas de resistencia son importantes herramientas macroprudenciales. Pueden contribuir a garantizar la capacidad de resistencia de las entidades financieras y de los sistemas financieros frente a evoluciones macrofinancieras adversas. Al aportar transparencia en torno a las vulnerabilidades que persisten y a cómo deben abordarse, pueden aumentar la confianza en las entidades financieras a nivel individual y en el sistema financiero en su conjunto.

La JERS desempeña un papel fundamental en relación con las pruebas de resistencia en la UE. En concreto, los reglamentos por los que se crean las tres Autoridades Europeas de Supervisión, la EBA, la EIOPA y la ESMA les exigen que, en colaboración con la JERS, inicien y coordinen evaluaciones a escala de la UE de la resistencia de las entidades financieras frente a evoluciones adversas de los mercados, incluso mediante la realización de pruebas de resistencia⁵⁶. Habitualmente, la JERS coopera proporcionando escenarios adversos para las pruebas de resistencia de las Autoridades Europeas de Supervisión en las que los riesgos identificados por la JERS se utilizan como punto de partida (véase en la sección 1 una descripción de los riesgos que la JERS consideró más relevantes). Durante el período analizado, la JERS facilitó los escenarios adversos para la prueba de resistencia de las ECC elaborada por la ESMA y para la prueba de resistencia de los fondos de pensiones de empleo efectuada por la EIOPA que se detallan a continuación. Los escenarios proporcionados por la JERS a principios de 2016 para la prueba de resistencia del sector bancario llevada a cabo por la EBA y la prueba de resistencia del sector de seguros realizada por la EIOPA se describían en el Informe Anual 2015 de la JERS⁵⁷.

Habida cuenta de las diferencias existentes en los productos financieros compensados por las ECC, la JERS aportó tres escenarios a la prueba de resistencia de la ESMA para estas entidades. Las ECC se crearon para reducir el riesgo sistémico resultante de una compleja red de exposiciones bilaterales. Una ECC, al ser la contraparte de todos sus miembros compensadores, es sistémica por su propia naturaleza y su quiebra podría poner en peligro una parte significativa del sistema financiero. Por este motivo, las ECC están diseñadas para ser particularmente resistentes. La contribución de la JERS a la prueba de resistencia elaborada por la ESMA para estas entidades había de tener en cuenta las especificidades de las ECC, incluido su modelo de negocio y los requisitos regulatorios a los que están sujetas. Concretamente, para tener en cuenta las diferencias observadas en los productos financieros compensados por ECC y asegurar que todas las ECC fueran sometidas a suficientes tensiones, la JERS facilitó a la ESMA tres escenarios que representaban una evolución adversa de los mercados financieros.

Los escenarios de la prueba de resistencia de las ECC partían de un supuesto de repunte de las primas de riesgo que provocaba variaciones importantes de los precios de mercado de una amplia gama de activos y un aumento de la volatilidad. El BCE, en colaboración con la JERS, desarrolló una nueva metodología y calibró los escenarios financieros adversos para este

⁵⁶ Véanse el Reglamento (UE) n° 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión n° 2009/78/CE de la Comisión (DO L 331, 15.12.2010, p. 12); el Reglamento (UE) n° 1094/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión (DO L 331, 15.12.2010, p. 48), y el Reglamento (UE) n° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión (DO L 331, 15.12.2010, p. 84).

⁵⁷ Informe Anual, JERS, 2015.



ejercicio. La JERS consideró que la publicación de información o datos nuevos que apuntaran a una materialización probable o real de uno o varios de los riesgos identificados (véase sección 1) activaría el escenario, así como que esto se traduciría en un repunte de las primas de riesgo que daría lugar a variaciones importantes de los precios de mercado de una amplia gama de activos. Se supuso que, en tales circunstancias, las fluctuaciones en los precios de mercado llevarían aparejadas un aumento de la volatilidad. Se consideró que la dependencia entre los precios de los activos observada en situaciones de normalidad probablemente cambiaría de forma significativa durante un breve período sin que los flujos hacia activos más seguros mostraran una dirección clara entre los distintos países y mercados. Aunque se consideró que esas fluctuaciones sin precedentes en los precios de los activos serían breves y que los mercados financieros internacionales podrían estabilizarse rápidamente, se asumió que muchos mercados financieros experimentarían fuertes tensiones durante al menos cinco días.

La JERS facilitó un escenario para la prueba de resistencia de la EIOPA para el sector de fondos de pensiones de empleo. En algunos Estados miembros de la UE, los fondos de pensiones de empleo (en adelante, fondos de pensiones) desempeñan un papel fundamental en las prestaciones de jubilación. Por ello, es importante entender cómo se ven afectados los fondos de pensiones por movimientos adversos en los mercados y, por ese motivo, la JERS proporcionó un escenario adverso para la prueba de resistencia de la EIOPA de 2017. El escenario se diseñó para realizar una valoración armonizada de los fondos de pensiones de prestación definida y los fondos de pensiones mixtos, utilizando un enfoque común basado en el balance y la valoración a valor de mercado de los activos de fondos de pensiones de aportación definida⁵⁸. La EIOPA elaboró los supuestos sobre las primas de riesgo a largo plazo, que son necesarios para otros componentes de la prueba de resistencia de esta autoridad.

El escenario para la EIOPA se diseñó con el fin de examinar la capacidad de resistencia de los fondos de pensiones de empleo ante un escenario de «golpe doble». El BCE, en colaboración con la JERS, desarrolló la narrativa y la metodología y calibró el escenario financiero adverso de este ejercicio. En vista de sus considerables carteras de inversión y pasivos a largo plazo, los fondos de pensiones de prestación definida son particularmente vulnerables a un escenario de «golpe doble», que se caracterizaría por una caída brusca y acusada de los precios de los activos junto con una disminución de los tipos de interés sin riesgo. Para tener esto en cuenta, el escenario adverso se activa con una perturbación en los mercados de renta variable de la UE. En respuesta, las primas de riesgo de otras clases de activos a los que están expuestos los fondos de pensiones aumentarían, provocando pérdidas en las carteras de activos de estos fondos. En el supuesto, los tipos de interés sin riesgo registrarían una caída adicional en ese escenario, reflejando la continuación de los cambios demográficos estructurales así como un nuevo lastre adicional para el crecimiento de la productividad y unos tipos de interés cíclicamente bajos como consecuencia de la orientación acomodaticia de la política de los bancos centrales, lo que generaría un incremento del valor actual de los pasivos por pensiones.

La JERS complementó la prueba de resistencia de la EBA con una encuesta elaborada para comprender mejor los efectos de segunda vuelta derivados de la reacción colectiva de las entidades de crédito ante una situación de tensión. La crisis financiera mundial puso de manifiesto que la manera de reaccionar de las entidades financieras a las perturbaciones puede

⁵⁸ La EIOPA propuso el enfoque común basado en el balance, que implica una valoración de los balances de los fondos de pensiones basada en el mercado y sensible a los riesgos. Véase [Opinion to EU Institutions on a Common Framework for Risk Assessment and Transparency for IORPs](#), EIOPA-BoS-16/075, 14 de abril de 2016.



amplificar una perturbación inicial que afecta al sistema financiero. Como la prueba de resistencia de la EBA no se ha diseñado para captar estos efectos de segunda vuelta, la JERS, además de facilitar el escenario adverso descrito en el Informe Anual 2015, elaboró una encuesta para entenderlos mejor. La encuesta se envió a las 30 entidades de crédito más grandes de la UE y los resultados fueron debatidos con las entidades participantes en un seminario celebrado en octubre de 2016. El ejercicio mostró que estos efectos de segunda vuelta pueden ser importantes y que a las entidades de crédito les podría resultar difícil tener en cuenta e internalizar las actuaciones de otras entidades al considerar su propia reacción ante una situación de tensión.

3 Análisis de las medidas nacionales

En esta subsección se ofrece una descripción general de las medidas adoptadas por los Estados miembros durante el período analizado⁵⁹. Habida cuenta del amplio mandato de la JERS y de que su perspectiva abarca toda la UE, la institución está en una posición adecuada para actuar como plataforma de información sobre las medidas macroprudenciales adoptadas por los Estados miembros y publica en su sitio web las medidas que le notifican. En esta subsección se analizan las medidas aplicadas por los Estados miembros durante el período analizado en función de los distintos tipos de instrumentos utilizados, incluidas las medidas de reciprocidad tomadas en respuesta a solicitudes de otros Estados miembros.

3.1 Descripción de las medidas

En 2016, la mayoría de los elementos de los marcos macroprudenciales estaban en vigor y plenamente operativos en todos los Estados miembros. Fue el primer año en el que todos los Estados miembros fijaron trimestralmente el colchón de capital anticíclico (CCA) y realizaron la revisión anual de la lista de entidades designadas como otras entidades de importancia sistémica (OEIS, también conocidas como O-SII, en sus siglas en inglés) y de sus porcentajes de colchón, por lo que se adoptaron más decisiones macroprudenciales que en años anteriores. Además, se observó un aumento considerable del número de medidas de reciprocidad en comparación con años anteriores, debido a la aplicación del marco de reciprocidad voluntaria desarrollado por la JERS.

Si se consideran los instrumentos que no están sujetos a revisión periódica, alrededor de la mitad de los Estados miembros adoptaron medidas macroprudenciales en 2016. La mayor parte fueron medidas restrictivas, relacionadas principalmente con el sector inmobiliario residencial (véase gráfico 22), y varios Estados miembros endurecieron medidas vigentes.

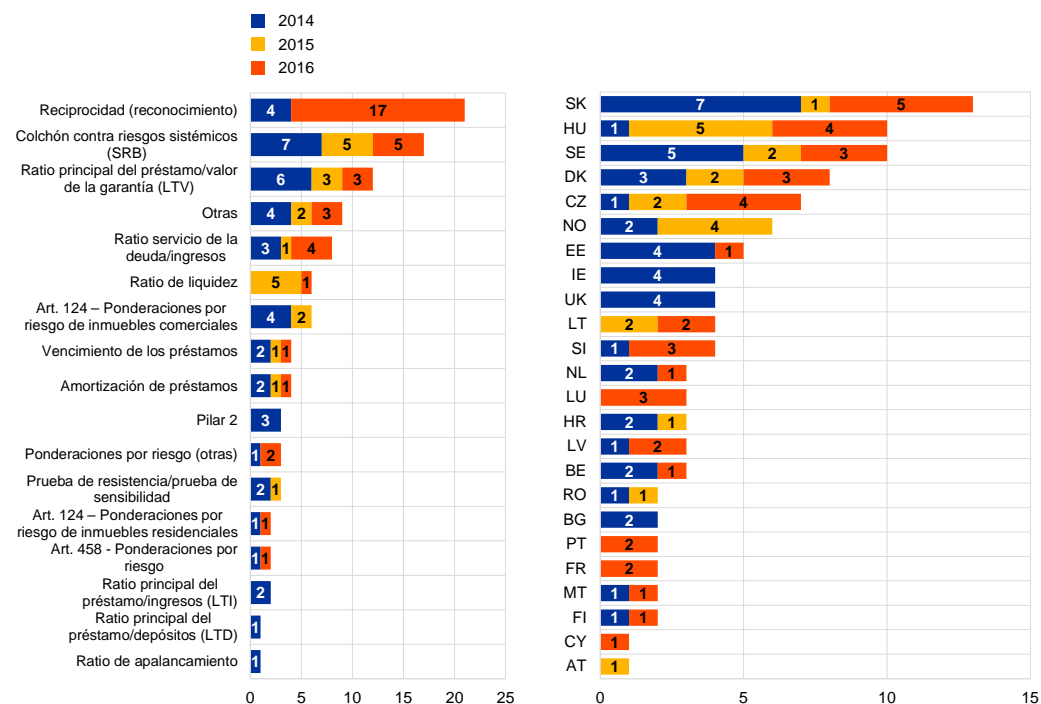
⁵⁹ Para más información sobre las medidas adoptadas en 2016, véase el documento titulado **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016**, JERS, abril de 2017.



Gráfico 22

Número de medidas relevantes notificadas a la JERS (2014-2016), excluidos los instrumentos sujetos a revisión periódica

[Número de medidas por tipo de medida (panel izquierdo) y por Estado miembro (panel derecho)]



Fuente: JERS.

Notas: Todas las medidas se consideran relevantes, salvo aquellas que tienen un carácter más procedimental o administrativo (como la introducción anticipada del colchón de conservación del capital y la exención de este colchón para las empresas de inversión de pequeño y mediano tamaño). El gráfico no incluye el colchón de capital anticíclico ni los colchones de las entidades de importancia sistémica porque el porcentaje del colchón se fija periódicamente.

En 2016 hubo varias novedades en relación con el CCA. Cinco países confirmaron o anunciaron la fijación de un porcentaje de CCA superior a cero y tres lo aumentaron ese año (uno de ellos, el Reino Unido, lo redujo poco después para situarlo en su nivel inicial, como se analiza en la subsección 3.2). El régimen del CCA para terceros países (es decir, no pertenecientes a la UE) establecido por la JERS también empezó a aplicarse en 2016 con la identificación y la vigilancia de terceros países que son importantes para la UE y para los Estados miembros individuales, como se analiza en el recuadro 1 de la sección 1.

El crédito inmobiliario residencial continuó siendo una importante área de atención para las autoridades macroprudenciales en 2016. La JERS emitió avisos sobre las vulnerabilidades a medio plazo relacionadas con el sector de inmuebles residenciales dirigidos a ocho Estados miembros, y también publicó la Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (véase subsección 1.1). Varios Estados miembros introdujeron medidas para hacer frente a los riesgos procedentes de este sector, mientras que otros endurecieron medidas existentes. Muchas de las medidas estaban orientadas a mantener unos criterios prudentes de concesión de crédito y a abordar los riesgos con origen en los distintos ámbitos (garantías, hogares y sector bancario).

El colchón contra riesgos sistémicos continúa siendo uno de los instrumentos utilizados con más frecuencia, pero las medidas adoptadas en 2016 consistieron fundamentalmente



en modificaciones de los marcos existentes, y ningún Estado miembro introdujo un nuevo colchón contra estos riesgos. Como indicaba la JERS en el documento «A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016»⁶⁰, la aplicación de este instrumento sigue presentando diferencias significativas de unos países a otros, tanto en lo que respecta al porcentaje del colchón como al tipo de riesgo que aborda. Con arreglo al derecho de la Unión, el colchón contra riesgos sistémicos debe revisarse al menos una vez cada dos años.

Este año, las autoridades nacionales de todos los Estados miembros realizaron la primera revisión anual del marco para las entidades de importancia sistémica. Todos ellos identificaron a las entidades de importancia sistémica y comenzaron a imponer requerimientos de colchones de capital con períodos de introducción gradual de hasta cuatro años. Se identificaron unas 200 entidades en la UE (y en Noruega), de las que muchas forman parte de 30 grupos transfronterizos más grandes. La mayoría eran entidades de crédito, pero también se identificaron seis empresas de inversión de importancia sistémica en Chipre. El número de entidades identificadas varía de unos países a otros, de 16 en el Reino Unido a dos en Estonia, y sus características también mostraron diferencias significativas entre países.

Por último, en 2106 también comenzó a aplicarse el marco de reciprocidad voluntaria desarrollado por la JERS. Se recomendó la aplicación recíproca de una medida relativa al sector inmobiliario adoptada por Bélgica de conformidad con el artículo 458 del RRC y de una medida de Estonia sobre el colchón contra riesgos sistémicos. La respuesta a estas dos recomendaciones muestra que el nuevo marco de reciprocidad de la JERS se ha plasmado en un aumento sustancial de las medidas de reciprocidad. No obstante, también pone en evidencia las grandes diferencias existentes entre los Estados miembros en lo que respecta a la decisión de si aplicar la reciprocidad o no.

3.2 El colchón de capital anticíclico

a) Fijación de los colchones nacionales

Durante el período analizado, cinco países confirmaron o anunciaron la fijación de porcentajes de CCA superiores a cero (véase gráfico 23). Estos países son la República Checa, Noruega, Eslovaquia, Suecia y el Reino Unido. Suecia y Noruega habían fijado porcentajes de CCA positivos que ya estaban en vigor en 2016. En marzo de 2016, Suecia decidió elevar su porcentaje del 1,5 % al 2 % (con efecto en marzo de 2017) y, en diciembre, Noruega acordó incrementar el suyo del 1,5 % al 2 % (con efecto en diciembre de 2017). La República Checa ya había decidido aplicar un porcentaje de colchón del 0,5 % (con efecto a partir de enero de 2017) y lo confirmó durante el período de referencia.

Dos países anunciaron la fijación por primera vez de porcentajes de CCA superiores a cero en 2016. Eslovaquia estableció un porcentaje del 0,5 % en julio de 2016. En marzo, el Reino Unido anunció la introducción de un porcentaje del 0,5 %, en ambos casos con efecto un año después. Tras conocerse el resultado del referéndum sobre la pertenencia del Reino Unido a la UE y el consiguiente cambio sustancial de sus perspectivas de riesgo, este país redujo el porcentaje al

⁶⁰ Véase [A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016](#), op. cit.

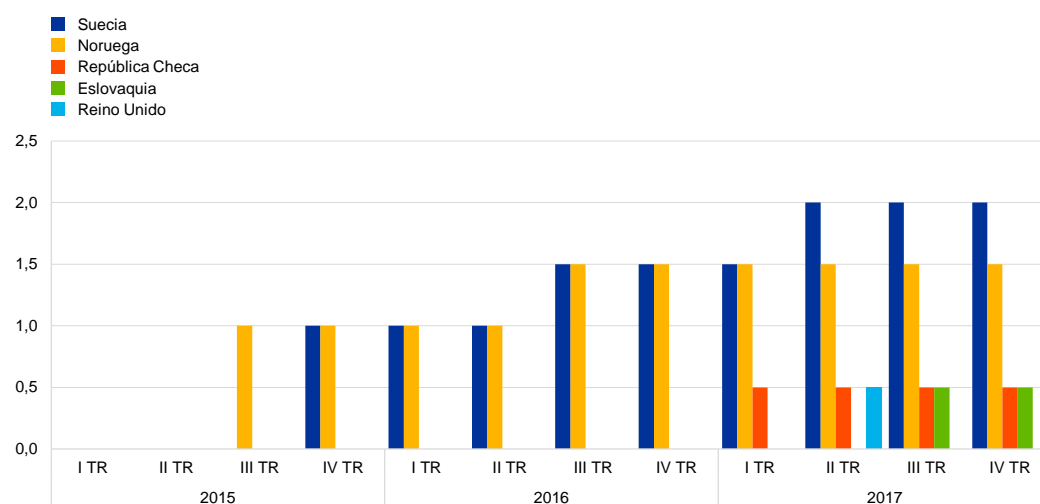


0 % con efecto inmediato. Hasta ahora, esta es la única experiencia de liberación de un colchón en la UE.

La brecha de crédito/PIB es el principal indicador de referencia para fijar el porcentaje de CCA, pero la JERS recomienda la utilización de indicadores adicionales que pueden señalar la acumulación de riesgos sistémicos. La normativa de la UE sobre el marco del CCA se complementa con orientaciones de la JERS, entre las que se incluye una recomendación sobre la fijación de los porcentajes de CCA⁶¹. Los Estados miembros siguen una amplia variedad de enfoques en relación con el número y los tipos de indicadores adicionales que emplean para adoptar su decisión de activar o elevar el CCA. Algunos países solo emplean un número reducido de indicadores, mientras que otros realizan un seguimiento de más de quince⁶².

Gráfico 23
Países que han aplicado un porcentaje de CCA superior a cero

(porcentajes en función de la fecha de aplicación)



Fuente: JERS.

Notas: La decisión adoptada por el Reino Unido a finales de marzo de 2016 sobre un porcentaje de colchón futuro del 0,5 % se modificó para fijarlo en el 0 % a principios de julio de 2016, lo que se ha reflejado con una sola barra para este país en el segundo trimestre de 2017.

Las primeras experiencias con el CCA confirman que no hay una relación mecánica entre la brecha de crédito/PIB y el nivel del colchón fijado por las autoridades. Los análisis ponen de manifiesto que aunque existe una relación claramente positiva entre ambos, no sigue mecánicamente la pauta de colchón establecida en la recomendación. Los indicadores obtenidos de las categorías recomendadas por la JERS también muestran una relación clara entre sus niveles y los porcentajes de colchón, en particular en el caso de los indicadores relacionados con la sobrevaloración de los precios de los inmuebles residenciales, la evolución del crédito y la fortaleza de los balances de las entidades de crédito.

⁶¹ **Recomendación JERS/2014/1 para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas.**

⁶² A. Pektanov y F. Dierick, «**Implementation of the countercyclical capital buffer regime in the European Union**», *ESRB Macropprudential Commentaries*, n.º 8, diciembre de 2016.



b) Fijación de colchones para terceros países

El marco para la fijación del CCA de terceros países (es decir, países no pertenecientes a la UE) desarrollado por la JERS comenzó a aplicarse en 2016. Con arreglo a este marco, los Estados miembros y la JERS tienen la responsabilidad común de identificar y vigilar a terceros países importantes⁶³. La JERS identifica terceros países frente a los que el sistema bancario de la UE en su conjunto tiene exposiciones importantes, revisa anualmente la lista de países y vigila su evolución para detectar señales de crecimiento excesivo del crédito. Los Estados miembros también identifican y vigilan a terceros países frente a los que el sistema bancario tiene exposiciones importantes en sus respectivas jurisdicciones. Los Estados miembros pueden optar por no vigilar a determinados terceros países y en su lugar basarse en el seguimiento efectuado por la JERS.

La JERS elaboró una lista inicial de seis terceros países importantes, mientras que, en cada Estado miembro, el número de estos países varía considerablemente. La lista de la JERS incluye, en orden descendente de exposiciones del sector bancario de la UE, a Estados Unidos, Hong Kong, China, Turquía, Brasil y Rusia. El número de terceros países importantes identificados por los Estados miembros va de cero (nueve Estados miembros) a once (Países Bajos). Los países importantes con más coincidencias son los seis identificados por la JERS, y van de trece en el caso de Estados Unidos a dos en el de Hong Kong.

La mayor parte de los Estados miembros aplican la misma metodología que la JERS para identificar terceros países importantes, aunque puede haber diferencias en la forma de vigilar a estos países. Aunque la metodología de la JERS para identificar terceros países importantes es preceptiva para la JERS pero no para los Estados miembros, la mayoría han optado por aplicarla en su forma original o con ligeras modificaciones. Los Estados miembros siguen distintos enfoques para vigilar a los seis países importantes identificados y ya vigilados por la JERS. Trece Estados miembros encomiendan el seguimiento de estos seis países a la JERS, mientras que cuatro vigilan asimismo a estos países, en algunos casos también por otros motivos.

3.3 Medidas relacionadas con el sector inmobiliario

Un área en la que la JERS y sus miembros centraron especialmente la atención para elaborar las políticas macroprudenciales en 2016 fue el sector inmobiliario, sobre todo el residencial. Esta atención refleja la importancia de los mercados inmobiliarios para la estabilidad financiera y de las señales de aparición de vulnerabilidades en los mercados de inmuebles residenciales de algunos Estados miembros. La JERS emitió avisos dirigidos a ocho de ellos sobre las vulnerabilidades a medio plazo relacionadas con el sector inmobiliario residencial y adoptó la Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (para más detalles, véase la subsección 1).

A lo largo de 2016 se introdujeron una serie de medidas a escala nacional para abordar los riesgos inmobiliarios residenciales, la mayor parte centradas en los prestatarios. Las medidas adoptadas con más frecuencia para abordar estos riesgos durante el período analizado

⁶³ **Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países y Decisión JERS/2015/3 sobre la determinación de la importancia de terceros países para el sistema bancario de la Unión en cuanto al reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico.**



estuvieron relacionadas con los criterios de concesión del crédito. Varios Estados miembros endurecieron o modificaron medidas existentes y algunos anunciaron o confirmaron medidas relacionadas con las ponderaciones por riesgo de los préstamos inmobiliarios residenciales o comerciales. Bélgica solicitó una ampliación del período de aplicación de una medida vigente introducida en virtud del artículo 458 del RRC, consistente en aumentar cinco puntos porcentuales la ponderación por riesgo de las exposiciones hipotecarias en este país de las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB, en sus siglas en inglés) para medir el riesgo de crédito⁶⁴. La Comisión Europea, basándose en un dictamen de la JERS⁶⁵ y de la EBA, no planteó objeciones a la ampliación⁶⁶. A solicitud de las autoridades belgas, la JERS recomendó la aplicación recíproca de la medida de conformidad con la Recomendación JERS/2015/2⁶⁷. Varios Estados miembros —entre ellos Francia y los Países Bajos, ambos con una cuota significativa del mercado de préstamos hipotecarios en Bélgica— adoptaron medidas recíprocas aunque sus entidades operan principalmente a través de filiales.

Una manera útil de agrupar los instrumentos relacionados con el sector inmobiliario es clasificarlos en los siguientes ámbitos: hogares (o prestatarios), garantías y prestamistas⁶⁸.

El primer ámbito incluye instrumentos centrados en la capacidad de reembolso del prestatario, como el establecimiento de límites máximos a las ratios entre el principal del préstamo y los ingresos, entre la deuda y los ingresos, entre los beneficios y los ingresos y entre el servicio de la deuda y los ingresos; el segundo se refiere a instrumentos centrados en las garantías de los préstamos, como la imposición de límites máximos a la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía (LTV, en sus siglas en inglés), y el tercero abarca instrumentos que aumentan directamente la resistencia del prestamista, como ponderaciones por riesgo, colchones de capital por sectores y pruebas de resistencia con recargos de capital. Algunos instrumentos son de carácter híbrido. Las condiciones de amortización, por ejemplo, afectan a la carga asociada al reembolso del préstamo (ámbito hogares) y también hacen que la ratio entre el principal y el valor de la garantía disminuya con el tiempo (ámbito garantías).

La mayoría de los Estados miembros que afrontan vulnerabilidades procedentes del sector inmobiliario residencial actualmente disponen de una combinación de estos instrumentos (véase gráfico 24)⁶⁹. Los distintos ámbitos cubren canales de riesgo diferentes, y una combinación de instrumentos puede incrementar la eficacia global de las medidas.

⁶⁴ **A Review of Macroprudential Policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR**, JERS, junio de 2015, pp. 18 y 23.

⁶⁵ **Opinion ESRB/2016/1 regarding Belgian notification of an extension of the period of application of a stricter measure based on Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions**, JERS, 18 de febrero de 2016.

⁶⁶ Decision not to propose an implementing act to reject the intended extension of the national measure under Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 notified by the Kingdom of Belgium under Article 458(9) in conjunction with Article 458(4) of Regulation (EU) No 575/2013, Comisión Europea, 15 de marzo de 2016.

⁶⁷ La JERS emitió la Recomendación JERS/2016/3, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2, con el fin de incluir la medida belga entre las medidas cuya aplicación recíproca se recomienda.

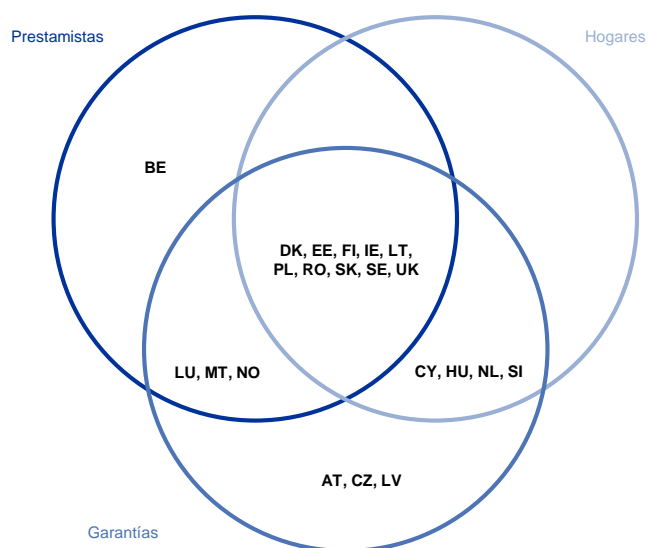
⁶⁸ Informe titulado **Residential real estate and financial stability in the EU**, JERS, diciembre de 2015, pp. 86 y ss.

⁶⁹ En el documento **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015**, JERS, mayo de 2016, pp. 20-23, se presenta un análisis del sector inmobiliario comercial.



Gráfico 24

Utilización de instrumentos relacionados con el sector inmobiliario residencial según el ámbito



Fuente: JERS.

Nota: Las condiciones de amortización se han incluido en los ámbitos de hogares y de activos de garantía.

3.4 Colchón contra riesgos sistémicos

El colchón contra riesgos sistémicos continúa siendo un instrumento macroprudencial que se utiliza con frecuencia, pero su uso varía considerablemente de unos países a otros.

Aunque las medidas adoptadas durante el período analizado consistieron fundamentalmente en modificaciones de los marcos existentes relativos al colchón contra riesgos sistémicos, reflejan la amplia variedad de aplicaciones de este instrumento. En su respuesta al documento de consulta de la Comisión sobre la revisión del marco de política macroprudencial de la UE titulado «Review of the EU Macro-prudential Policy Framework» (véase subsección 2.1), la JERS señaló que la flexibilidad del colchón contra riesgos sistémicos genera el riesgo de repercutir negativamente en la utilización de otros instrumentos para el fin para el que han sido establecidos, así como que sería conveniente explicar con mayor claridad y mejorar las normas relativas al uso de este colchón.

Varios Estados miembros realizaron cambios en su colchón contra riesgos sistémicos a raíz de modificaciones en su lista de entidades de importancia sistémica. Algunos Estados miembros utilizan este colchón como alternativa al colchón para OEIS o para reforzarlo. Por lo tanto, la introducción de cambios en las normas para la identificación de OEIS o en sus niveles de colchón también puede hacer necesaria una nueva calibración del colchón. La República Checa revisó la lista de OEIS en 2016 y la amplió (de cuatro a cinco), así como algunos de los porcentajes de colchón aplicables. Estas modificaciones entraron en vigor en 2017. Dinamarca también utiliza el colchón contra riesgos sistémicos para mitigar el riesgo procedente de las entidades de importancia sistémica e hizo un cambio en la lista de OEIS efectivo a partir de 2017 tras una modificación de la estructura jurídica del grupo Nordea. Eslovaquia aplica el colchón contra riesgos sistémicos conjuntamente con el colchón para OEIS con el fin de alcanzar un objetivo de colchón agregado para cinco OEIS. Durante el período analizado, estos colchones se calibraron de nuevo como consecuencia de la identificación como OEIS de las entidades de crédito



matrices de cuatro de estas entidades en sus países de origen (Austria, Bélgica e Italia). En el Reino Unido, el Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra publicó su marco relativo al colchón contra riesgos sistémicos⁷⁰. Este colchón se aplicará a las entidades de importancia sistémica a partir de 2019.

Otros cambios en los colchones contra riesgos sistémicos se introdujeron por diversas razones. Estonia redujo este colchón del 2 % sobre las exposiciones totales al 1 % sobre las exposiciones nacionales a partir del tercer trimestre de 2016, con el fin de evitar la contabilización duplicada con el colchón para las OEIS. En esta ocasión, el colchón se introdujo para dos entidades con más del 60 % de los activos totales del sector bancario. La JERS recomendó aplicar la reciprocidad a esta medida a raíz de una petición de las autoridades estonias⁷¹. Entre los Estados miembros que decidieron aplicar la reciprocidad al colchón contra riesgos sistémicos de Estonia se encuentra Suecia, el país de origen más importante de las entidades extranjeras con actividades en Estonia. En Hungría, el objetivo del colchón contra riesgos sistémicos previsto es abordar el riesgo sistémico procedente de exposiciones problemáticas al sector inmobiliario comercial e incentivar a las entidades de crédito para que se ocupen de esas exposiciones. Durante el año, este país decidió aplazar la introducción de este colchón hasta el 1 de julio de 2017, seis meses más tarde de lo previsto inicialmente, con el fin de promover el crédito a la economía. Rumanía anunció que el colchón contra riesgos sistémicos se desactivaría a partir del 1 de marzo de 2017. Este colchón se introdujo en 2016 para hacer frente al riesgo de contagio externo derivado de las estructuras de propiedad de determinadas entidades. La desactivación se debe a que se considera que el riesgo de contagio ha disminuido, a la activación del colchón para OEIS y a los desarrollos legislativos a escala nacional que pueden reducir las ratios de adecuación del capital de las entidades. Austria introdujo el colchón contra riesgos sistémicos en 2016 con el fin de abordar los riesgos procedentes de una combinación de factores, entre los que se incluyen el tamaño relativamente grande de su sistema bancario, una exposición importante a las economías emergentes, la insuficiente preparación del sistema bancario austríaco para reducir/eliminar la garantía implícita estatal, el bajo nivel de capitalización del sistema bancario en relación con sistemas europeos comparables, y la estructura de propiedad específica de las entidades (un elevado porcentaje no son sociedades anónimas) que dificulta la recapitalización en épocas de crisis.

3.5 Colchones de capital para entidades de importancia sistémica

Todos los Estados miembros concluyeron la revisión de la lista de OEIS identificadas durante el período analizado. Actualmente hay identificadas unas 200 entidades en la UE (y en Noruega), cuyo número varía de 16 en el Reino Unido a dos en Estonia. La mayoría son entidades de crédito, y solo seis empresas de inversión (de Chipre) se han considerado de importancia sistémica. Aunque en 2016 se introdujeron algunos cambios en la lista de OEIS y en los porcentajes de colchón correspondientes, a menudo se debieron a reestructuraciones, a modificaciones en la puntuación obtenida por las entidades en la exposición al riesgo sistémico o a

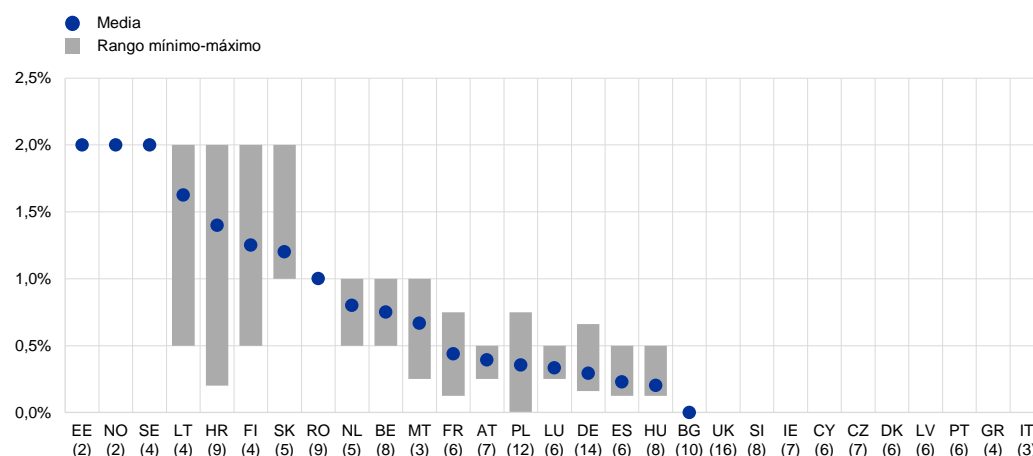
⁷⁰ **The Financial Policy Committee's framework for the systemic risk buffer**, Banco de Inglaterra, mayo de 2016.

⁷¹ La JERS emitió la **Recomendación JERS/2016/4** por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2, con el fin de incluir la medida estonia entre las medidas cuya aplicación recíproca se recomienda.



cambios en la metodología para fijar los colchones para OEIS⁷². La mayor parte de la lista de OEIS y de los porcentajes de colchón para estas entidades se mantuvieron relativamente invariables. Trece de las OEIS europeas son también entidades de importancia sistémica mundial (EISM), y están ubicadas en Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido.

Gráfico 25
Requerimientos de colchón para OEIS a enero de 2017



Fuente: JERS.

Notas: Los números entre paréntesis indican el número de otras entidades de importancia sistémica (OEIS) en cada país. «Media» se refiere a la media aritmética de los colchones para OEIS introducidos progresivamente en el país en cuestión a 1 de enero de 2017. La República Checa, Dinamarca, Irlanda, Grecia, Italia, Chipre, Letonia, Portugal, Eslovenia y Reino Unido no habían establecido porcentajes de colchón a 1 de enero de 2017.

Las características de las OEIS y los porcentajes de colchón aplicados varían considerablemente de unos países a otros, reflejo, en cierta medida, de diferencias en los sistemas bancarios nacionales. En general, cuanto más grande es un país, mayor es el tamaño medio de las OEIS, pero hay excepciones. El nivel y la dispersión de los porcentajes de colchón para estas entidades, así como los períodos de aplicación progresiva del colchón, también son diferentes en los Estados miembros. Estonia, Suecia y Noruega fijaron los requerimientos de colchón más elevados con entrada en vigor en 2017. Muchos Estados miembros todavía no han establecido un porcentaje de colchón para las OEIS para 2017 o los han fijado en el 0 %. La mayoría de los países aplican diversos porcentajes de colchón a distintas entidades. Los períodos de aplicación progresiva de los porcentajes de colchón fluctúan entre dos y cuatro años, aunque algunos países optan por introducirlos con efecto inmediato. En 2016, trece Estados miembros empezaron a implantar progresivamente el colchón para OEIS. La JERS y el BCE han comenzado a publicar recientemente información con una descripción de los distintos colchones de capital aplicables en la UE y en la zona del euro⁷³.

⁷² El BCE ha adoptado una metodología para evaluar los colchones para OEIS fijados por las autoridades nacionales, en cumplimiento de sus responsabilidades con arreglo al artículo 5 del Reglamento del Consejo (UE) nº 1024/2013 de 15 de octubre de 2013 que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (DO L 287, 29.10.2013, p. 63).

⁷³ [Información sobre los distintos colchones de capital aplicables en la Unión Europea y en la zona del euro.](#)



Muchas OEIS forman parte de grupos bancarios transfronterizos más grandes en los que la entidad matriz es una OEI o una EISM radicada en otro Estado miembro. Se pueden identificar unos 30 grupos transfronterizos de este tipo, de los que algunos controlan OEIS en hasta diez Estados miembros. Entre los grupos con una presencia transfronteriza especialmente importante a través de numerosas OEIS se incluyen los grupos Erste, Raiffeisen, Société Générale y UniCredit. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, los vínculos de propiedad transfronterizos pueden constituir un posible canal de transmisión de riesgos.



Sección 3 – Seguimiento de las recomendaciones y rendición de cuentas

En esta sección se describen las medidas adoptadas para mejorar la rendición de cuentas de la JERS. En primer lugar se analiza cómo se evalúa el cumplimiento de las recomendaciones de la JERS examinando los resultados de los procesos de seguimiento llevados a cabo durante el período analizado. En segundo lugar se da cuenta de la información presentada por la JERS al Parlamento Europeo, incluidas las intervenciones del presidente de la JERS en audiencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y otros aspectos institucionales. Por último, la sección concluye con una breve descripción del marco institucional de la JERS.

1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS

Las recomendaciones de la JERS no son legalmente vinculantes, pero están sujetas a un mecanismo de «actuar o explicar». Esto significa que los destinatarios de las recomendaciones —como los Estados miembros, las autoridades nacionales de supervisión (ANS), las autoridades macroprudenciales nacionales y las instituciones europeas— están obligados a comunicar a la JERS y al Consejo de la UE las medidas que han adoptado para cumplir una recomendación o, en caso de inacción, a justificar adecuadamente el motivo. Para ofrecer orientaciones a los destinatarios de las recomendaciones de la JERS sobre la manera de evaluar su aplicación, en julio de 2013 se publicó un manual relativo al seguimiento de estas recomendaciones titulado «Handbook on the follow-up to ESRB recommendations» (en adelante, «el Manual»). El Manual se revisó con el fin de tomar en consideración la experiencia adquirida en evaluaciones del cumplimiento anteriores. La versión revisada fue aprobada por la Junta General en abril de 2016. Los principales cambios que incluye son: 1) una nueva configuración de la fase previa a la evaluación, que es esencial para que los destinatarios y los evaluadores puedan aplicar y evaluar correctamente las recomendaciones; 2) una mayor comunicación entre los destinatarios de las recomendaciones y los miembros del equipo de evaluación; y 3) una revisión de la metodología de asignación de ponderaciones y calificaciones.

En los apartados siguientes se describen las cuatro evaluaciones del cumplimiento de las recomendaciones realizadas durante el período analizado. Se llevaron a cabo evaluaciones del cumplimiento de la Recomendación JERS/2012/1 sobre fondos del mercado monetario, de la Recomendación JERS/2012/2 sobre la financiación de las entidades de crédito, de la Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial y de la Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países.

1.1 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2012/1 sobre fondos del mercado monetario

El objetivo de esta Recomendación de la JERS era reducir los riesgos sistémicos procedentes de los fondos del mercado monetario (FMM). Se formuló una recomendación dirigida a la Comisión Europea para que, a través de legislación de la Unión Europea (UE), asegurara la implementación del cambio de un modelo basado en el valor neto constante de los activos por uno variable, la introducción de requisitos de liquidez más estrictos, la publicación de



información específica por parte de los FMM y el cumplimiento por estos fondos de mayores obligaciones de presentación de información a las autoridades supervisoras.

La evaluación del cumplimiento de esta Recomendación comenzó en junio de 2016 e inicialmente se centró en la propuesta legislativa original de la Comisión Europea⁷⁴. No obstante, dado que los legisladores alcanzaron un acuerdo a finales de 2016 y que el texto final del Reglamento de la UE sobre los FMM estaba pendiente de publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea a finales de marzo de 2017, en el «Summary Compliance Report» (Informe resumen de cumplimiento) de la JERS se decidió tener en cuenta un análisis de la legislación definitiva. En consecuencia, la conclusión de la evaluación del cumplimiento y la publicación del informe de cumplimiento de esta Recomendación se aplazaron.

1.2 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2012/2 sobre la financiación de las entidades de crédito

La Recomendación JERS/2012/2 sobre la financiación de las entidades de crédito tiene por objeto promover unas estructuras de financiación sostenibles para estas entidades y mitigar los riesgos sistémicos asociados. En ella se recomienda a las ANS que intensifiquen sus evaluaciones de los riesgos de financiación y de liquidez, realicen un seguimiento de los planes de las entidades de crédito para reducir su dependencia de fuentes de financiación del sector público y analicen el impacto de sus planes de financiación sobre el flujo del crédito a la economía real. Asimismo, se recomienda a la Autoridad Bancaria Europea (EBA) que elabore directrices sobre definiciones y plantillas armonizadas para facilitar la presentación de información sobre los planes de financiación y coordinar su evaluación a escala de la UE⁷⁵.

Además, la Recomendación abordaba los riesgos derivados de las políticas de gestión, el gravamen de activos (*asset encumbrance*) y la transparencia del mercado. Más concretamente, se recomendaba a las ANS que exigieran a las entidades de crédito el establecimiento de políticas de gestión de riesgos y marcos generales de vigilancia de la gestión de los riesgos asociados al gravamen de activos. Simultáneamente se instaba a la EBA a que emitiera directrices relativas a la vigilancia del nivel, la evolución y los tipos de gravamen de activos, y que estableciera requisitos de transparencia para las entidades de crédito en lo que respecta a dicho gravamen.

Por último, la Recomendación se ocupa de los bonos garantizados y de otros instrumentos que generan gravamen. A este respecto, se recomendaba a las ANS que identificaran buenas prácticas en materia de bonos garantizados y promovieran la armonización de sus marcos nacionales. Asimismo, se instaba a la EBA a que coordinara las medidas adoptadas por las ANS, que considerara la conveniencia de emitir directrices o recomendaciones para respaldar buenas prácticas, y que analizara si existen otros instrumentos financieros que generen gravamen.

En general, el «Summary Compliance Report» mostró un grado de cumplimiento particularmente elevado por parte de los destinatarios. Se consideró que las ANS cumplían íntegramente (FC) o cumplían en su mayor parte (LC) no solo la Recomendación en su conjunto,

⁷⁴ **Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los fondos del mercado monetario, 4 de septiembre de 2013, COM/2013/0615 final.**

⁷⁵ La subrecomendación A (5) se evaluará en 2017.



sino también cada una de las subrecomendaciones específicas. Un resultado similar se observa en el grado de cumplimiento alcanzado por el BCE y la EBA, respecto de las que también se determinó que, en conjunto, cumplían íntegramente la Recomendación. Habida cuenta de que el objetivo principal de esta Recomendación era reforzar la vigilancia de los riesgos derivados de la evolución reciente de las fuentes y las estructuras de financiación de las entidades de crédito en la UE, los resultados de las evaluaciones muestran un claro compromiso por parte de las ANS, la EBA y el BCE (véase cuadro 2).



Cuadro 2

Cumplimiento por los destinatarios de la Recomendación JERS/2012/2 sobre la financiación de las entidades de crédito

	A	B	C	D	E	Calificación Global
BE	FC	FC	FC		FC	FC
BG	FC	FC	FC		SE	FC
CZ	LC	FC	LC		SE	LC
DK	FC	FC	FC		FC	FC
DE	FC	LC	FC		FC	FC
EE	FC	FC	LC		SE	FC
IE	FC	FC	FC		FC	FC
GR	FC	FC	FC		FC	FC
ES	FC	FC	FC		FC	FC
FR	LC	FC	FC		LC	LC
HR	FC	LC	FC		SE	FC
IT	FC	FC	FC		FC	FC
CY	FC	LC	LC		SE	LC
LV	FC	FC	FC		SE	FC
LT	FC	FC	FC		SE	FC
LU	FC	FC	FC		FC	FC
HU	FC	FC	FC		SE	FC
MT	FC	FC	FC		SE	FC
NL	FC	FC	FC		FC	FC
AT	FC	FC	FC		FC	FC
PL	FC	LC	LC		LC	LC
PT	FC	FC	FC		FC	FC
RO	FC	FC	FC		FC	FC
SI	FC	FC	LC		FC	FC
SK	FC	FC	FC		LC	FC
FI	FC	LC	FC		LC	LC
SE	LC	LC	LC		FC	LC
UK	FC	FC	FC		FC	FC
BCE	FC	SE	FC			FC
EBA	FC		LC	FC	FC	FC

FC	Cumple íntegramente
LC	Cumple en su mayor parte
PC	Cumple parcialmente
MN	Incumple sustancialmente
NC	Incumple

SE	Inacción explicada suficientemente
IE	Inacción no explicada suficientemente



No obstante, durante el proceso de evaluación también se identificaron algunas cuestiones que no entran dentro del ámbito de la Recomendación, lo que llevó a más análisis y debates. Una de las cuestiones se refería al reparto de tareas entre el BCE y las ANS tras el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), que se llevó a cabo durante la fase de la evaluación y que no podía tenerse plenamente en cuenta cuando se redactó la Recomendación. Además, las nuevas iniciativas legislativas contribuyeron a la aplicación efectiva de la Recomendación, aunque los destinatarios se beneficiaron de las aportaciones de la JERS en materia de política macroprudencial. Por último, pese a que el carácter heterogéneo de la información recopilada durante las evaluaciones no permite realizar una comparación exhaustiva entre países y establecer conclusiones definitivas, puede concluirse que la Recomendación contribuyó en gran medida a la adopción de nuevos marcos, procedimientos de vigilancia comunes y buenas prácticas para hacer frente a los riesgos derivados de fuentes de financiación con y sin garantías utilizadas por las entidades de crédito.

1.3 Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial – *Summary Compliance Report*

El 4 de abril de 2013, la JERS publicó una Recomendación sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial (JERS/2013/1) para cumplir con el objetivo final de la política macroprudencial, la protección de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. La Recomendación estaba dirigida a las autoridades macroprudenciales nacionales, a los Estados miembros y a la Comisión Europea, y tenía por objeto definir objetivos intermedios de política macroprudencial para facilitar la consecución del objetivo final: la seguridad y la solidez del sistema financiero en su conjunto. Los objetivos intermedios cubren cinco áreas específicas y deben vincularse al menos a un instrumento pertinente seleccionado por la autoridad nacional competente o la ANS. La Recomendación incluía una lista indicativa de instrumentos para cada objetivo intermedio. Por otra parte, recomendaba que se definiera una estrategia global de política macroprudencial y que este marco se evalúe periódicamente.

La evaluación de la aplicación de la Recomendación en los distintos Estados miembros de la UE se concluyó a finales de enero de 2017. El *Summary Compliance Report* relativo a la Recomendación JERS/2013/1 pone de manifiesto un nivel de aplicación muy alto por parte de los Estados miembros, así como que gran parte de los objetivos intermedios y de los instrumentos y estrategias macroprudenciales se han incorporado a sus marcos (véase cuadro 3).

Los resultados muestran que todos los Estados miembros tratan de conseguir los objetivos intermedios de política macroprudencial recomendados por la JERS y los vinculan a instrumentos macroprudenciales específicos. La adopción de instrumentos macroprudenciales se ha visto facilitada, en particular, por la implementación del marco legislativo integrado por el Reglamento y la Directiva sobre requerimientos de capital (RRC/DRC IV) a escala nacional en toda la UE, promovida por la Comisión Europea. En muchos casos, los instrumentos se centran en el sector bancario, debido al carácter predominantemente bancario de los sistemas financieros de la mayoría de los Estados miembros y a la evolución de los mercados inmobiliarios en algunos de ellos, que han llevado a las autoridades a considerar la introducción de instrumentos no armonizados. En consecuencia, hay margen de mejora en cuanto al seguimiento de los posibles riesgos macroprudenciales procedentes del sistema no bancario y de todo tipo de infraestructuras financieras, incluidos los sistemas de pago, los sistemas de garantía de depósitos y las actividades de compensación a través de entidades de contrapartida central.



Como se señala en este Informe, en muchos casos se ha desarrollado una estrategia global de política macroprudencial. En la mayoría de ellos, la participación de las autoridades macroprudenciales en el desarrollo y la implementación de planes de recuperación y resolución y de sistemas de garantía de depósitos está asegurada. Además, se ha avanzado considerablemente en el establecimiento de una comunicación eficaz entre las autoridades macroprudenciales nacionales y la JERS.

Cuadro 3
Cumplimiento por los destinatarios de la Recomendación JERS/2013/1 sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial

	Calificación global	Recomendación A	Recomendación B	Recomendación C
Ponderaciones		40%	40%	20%
Austria	FC	FC	FC	FC
Bélgica	FC	FC	FC	LC
Bulgaria	FC	FC	FC	LC
Croacia	FC	FC	FC	LC
Chipre	FC	FC	FC	FC
República Checa	LC	LC	LC	PC
Dinamarca	FC	FC	FC	FC
Estonia	FC	FC	FC	FC
Finlandia	FC	FC	FC	LC
Francia	FC	FC	FC	FC
Alemania	FC	FC	FC	FC
Grecia	FC	FC	FC	FC
Hungría	FC	FC	FC	FC
Irlanda	FC	FC	FC	FC
Italia	FC	FC	FC	LC
Letonia	FC	FC	FC	FC
Lituania	FC	FC	FC	FC
Luxemburgo	FC	FC	FC	FC
Malta	FC	FC	FC	FC
Países Bajos	FC	FC	FC	FC
Polonia	FC	FC	FC	FC
Portugal	LC	LC	FC	FC
Rumanía	FC	FC	FC	FC
Eslovaquia	FC	FC	FC	FC
Eslovenia	FC	FC	FC	FC
España	LC	LC	FC	PC
Suecia	FC	FC	FC	LC
Reino Unido	FC	FC	FC	FC

FC	Cumple íntegramente
LC	Cumple en su mayor parte
PC	Cumple parcialmente

Se ha de subrayar que los Estados miembros tienen la responsabilidad de realizar un seguimiento y ajustar su marco macroprudencial en esta fase inicial de desarrollo de los marcos institucionales nacionales y en vista de la naturaleza cambiante de los riesgos a los



que se enfrenta el sistema financiero. La gran mayoría de los destinatarios ya cumplen la Recomendación por lo que respecta al compromiso de revisar periódicamente su marco macroprudencial para garantizar su eficacia y eficiencia. Esta revisión también implica evaluar de nuevo la necesidad de establecer objetivos intermedios e instrumentos adicionales, algo que, por el momento, la mayor parte de los destinatarios no considera necesario.

1.4 Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países – Evaluación del Cumplimiento

El 11 de diciembre de 2015, la JERS adoptó una Recomendación sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico (CCA) para exposiciones frente a terceros países (JERS/2015/1) con el fin de mitigar los riesgos derivados de un crecimiento excesivo del crédito en terceros países. La Recomendación está dirigida a las autoridades designadas.

El objetivo de esta Recomendación es promover un enfoque coherente en toda la UE para el reconocimiento y la fijación de porcentajes de CCA frente a terceros países con el fin de evitar la desigualdad de condiciones y el arbitraje regulatorio. Esta Recomendación trata de asegurar que las autoridades designadas reconozcan los porcentajes de CCA fijados por las autoridades de terceros países, determinen los porcentajes de CCA para las exposiciones frente a terceros países y establezcan porcentajes de CCA más bajos cuando se reduzcan o se materialicen riesgos en un tercer país.

El plazo para que los destinatarios remitieran información sobre el nivel de aplicación de las subrecomendaciones B (1), B (2) y D finalizó el 31 de diciembre de 2016. La evaluación del cumplimiento de estas subrecomendaciones en los distintos Estados miembros de la UE se inició en enero de 2017 y está previsto que concluya para finales de agosto de 2017.

2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

La JERS informa periódicamente al Parlamento Europeo de sus actividades de conformidad con el artículo 19 del Reglamento de la JERS sobre el cumplimiento de su mandato⁷⁶. En consonancia con esta obligación de rendición de cuentas, el presidente de la JERS comparece en audiencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON, en sus siglas en inglés) del Parlamento Europeo. Estas audiencias son públicas y se retransmiten por *webcast*, al que puede accederse a través del sitio web de la JERS.

Los comunicados preliminares del presidente y el vicepresidente de la JERS se publican en su sitio web y proporcionan a los miembros del Parlamento Europeo información general sobre la postura de la JERS en relación con los riesgos sistémicos actuales procedentes de los distintos sectores financieros y sobre las opciones de política macroprudencial recomendadas.

⁷⁶ **Reglamento (UE) nº 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico** (DO L 331, 15.12.2010, p. 1).



En las audiencias, el presidente de la JERS presenta las iniciativas de política macroprudencial adoptadas durante el año, con el objeto de facilitar a los miembros del Parlamento Europeo información de primera mano sobre los fundamentos para su formulación. A continuación se resumen los aspectos principales de las dos audiencias más recientes.

En la audiencia celebrada el 21 de junio de 2016 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente de la JERS puso de relieve las contribuciones realizadas por la institución, entre ellas:

- el trabajo en curso de la JERS sobre las consecuencias a medio plazo de los bajos niveles de los tipos de interés, incluidos los debates de la Junta General sobre estas cuestiones y la validación de los trabajos técnicos;
- el desarrollo de una estrategia de política macroprudencial para el sector financiero no bancario, concretamente a través de la publicación de un documento de estrategia de la JERS;
- el trabajo de la JERS sobre la evaluación de los riesgos de los sectores de fondos de inversión y de creadores de mercado en la UE. El ejercicio de recopilación de información de la JERS incluyó a 274 sociedades de gestión de activos de la UE y 1.668 fondos de inversión de renta fija;
- las publicaciones de la JERS, incluidas, entre otras, las siguientes: informes de la JERS sobre cuestiones de estabilidad financiera relacionadas con el sector inmobiliario residencial y comercial; un análisis de la política macroprudencial en la UE, en el que se examinan las medidas aplicadas en los países de la UE en 2015; un informe de la JERS sobre riesgos sistémicos en el sector de seguros, y un informe del Comité Científico Consultivo que supuso una importante contribución al debate sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados del cambio climático;
- la creación de un grupo de trabajo centrado en cuestiones de estabilidad financiera relacionadas con la introducción de la nueva norma internacional de contabilidad NIIF 9.

En la audiencia celebrada el 28 de noviembre de 2016 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente de la JERS describió los principales logros de la institución y las medidas adoptadas recientemente, incluidas, entre otras, las siguientes actividades llevadas a cabo por la JERS:

- la emisión de avisos a ocho países sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial. Los avisos iban dirigidos a los ministros correspondientes de los ocho Estados miembros, tras realizar una evaluación a escala de la UE de las vulnerabilidades relacionadas con dicho sector;
- la publicación de un informe de la JERS sobre cuestiones de política macroprudencial derivadas del entorno de bajos tipos de interés y de los cambios estructurales registrados en el sistema financiero de la UE. El Comité Científico Consultivo y el Comité Técnico Consultivo de la JERS, junto con el Comité de Estabilidad Financiera del BCE, elaboraron el informe, que se consideró un excelente ejemplo de colaboración fructífera;
- la publicación de la Recomendación JERS/2016/14 relativa a la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles, que abarca el sector inmobiliario tanto residencial como comercial. Con esta Recomendación, la JERS pretende establecer un marco más armonizado para el seguimiento de la evolución de los mercados inmobiliarios en la UE.



Por último, el presidente de la JERS señaló que la institución seguirá cumpliendo su mandato de supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE. En particular, la función de supervisión de la JERS incluye la identificación de vulnerabilidades para la estabilidad financiera específicas de cada país. La estructura institucional de la JERS le permite ejercer presión sobre sus homólogos, así como tratar de corregir el sesgo de inacción. Esto incluye emitir avisos si se identifica un riesgo sistémico significativo para la estabilidad financiera y es necesario notificarlo, así como formular recomendaciones para la adopción de medidas correctoras.

Además de participar en las audiencias públicas, cuando procede, el presidente de la JERS mantiene conversaciones confidenciales con el presidente y el vicepresidente de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios sobre el trabajo desarrollado por la JERS.

Las publicaciones de la JERS están disponibles en su sitio web e incluyen: i) Comentarios Macroprudenciales; ii) Informes del Comité Científico Consultivo; iii) la serie de Documentos Ocasionales y, iv) la serie de Documentos de Trabajo. La finalidad de la serie de Documentos de Trabajo, que empezó a publicarse en febrero de 2016, es recopilar trabajos de investigación sobre riesgos sistémicos y política macroprudencial que contribuyan a la elaboración de la política macroprudencial de la JERS. Las opiniones expresadas en estas publicaciones son las de sus autores y no reflejan necesariamente la postura oficial de la JERS. El número de trabajos de investigación publicados durante el primer año de esta serie refleja el creciente interés por la política macroprudencial en el debate académico. En el Anexo puede consultarse una lista de las publicaciones de la JERS disponibles en su sitio web.

En 2016, la JERS organizó diversas conferencias y seminarios como parte de su labor de promover el debate sobre la política macroprudencial. La conferencia internacional de la JERS sobre el uso macroprudencial de los márgenes y los recortes de valoración tenía por objeto recabar la opinión de los responsables de la política macroprudencial, representantes del mundo académico y participantes en el mercado de distintas jurisdicciones acerca de la posible utilización de los márgenes y los recortes de valoración como nuevos instrumentos, así como de los principales beneficios y retos derivados de su aplicación con fines macroprudenciales. En la primera Conferencia Anual de la JERS, los ponentes debatieron acerca de la orientación actual de la política macroprudencial y de los temas más destacados de la agenda de esta política, como el entorno de bajos tipos de interés, las implicaciones de la obligación de compensación centralizada para hacer más segura la negociación de contratos estandarizados de derivados OTC y la aparente escasez de activos seguros en los mercados (véase recuadro 4). La JERS organizó también una conferencia centrada en el análisis de los riesgos sistémicos («Conference on Systemic Risk Analytics») en colaboración con el SuomenPankki – Finlands Bank y RiskLab, celebrada en la Arcada University of Applied Sciences, con el propósito de adoptar métodos y técnicas avanzadas para la identificación y la evaluación de estos riesgos. La JERS organizó varios seminarios, concretamente, su segundo seminario anual sobre banca en la sombra en septiembre de 2016 y un seminario sectorial sobre títulos garantizados con deuda soberana en diciembre de 2016.



Recuadro 4

Conferencia Anual de la JERS celebrada los días 22 y 23 de septiembre de 2016

Los días 22 y 23 de septiembre de 2016, la JERS celebró su primera Conferencia Anual, que incluyó tres discursos de destacados ponentes, dos mesas redondas y tres sesiones académicas. Las actas de la Conferencia pueden consultarse en el sitio web de la JERS.

En su discurso de apertura, Mario Draghi, presidente de la JERS y del BCE, afirmó que la fortaleza de la JERS reside en la diversidad de sus conocimientos y experiencia. Por ello, la JERS ocupa una posición única para adoptar una perspectiva holística del sistema financiero europeo. Desde su creación, la JERS ha contribuido a desarrollar un amplio conjunto de instrumentos de política macroprudencial para las entidades de crédito, y continúa coordinando la calibración de estas políticas. La JERS también está en la vanguardia de la investigación sobre nuevos instrumentos macroprudenciales para el sector financiero no bancario.

En su calidad de presidente del Comité Técnico Consultivo, Stefan Ingves, gobernador del Sveriges Riksbank, subrayó que la JERS también se beneficia de su amplia composición. El carácter inclusivo de los métodos de trabajo de la JERS le ha permitido publicar un extenso catálogo de trabajos que contribuyen de forma activa al debate general sobre política macroprudencial. En este contexto, Valdis Dombrovskis, vicepresidente de la Comisión Europea, presentó el documento de consulta titulado «Review of the EU Macroprudential Policy Framework» de la Comisión. El objetivo de la consulta es aclarar las condiciones que regulan cuándo y cómo utilizar medidas macroprudenciales, lo que incluye evaluar si el actual conjunto de herramientas macroprudenciales es suficiente, tanto para el sector bancario como para el no bancario.

Estos discursos prepararon el terreno para los debates de la conferencia, centrados, entre otros aspectos, en la valoración de la orientación de la política macroprudencial y la evaluación de su eficacia. Muchos participantes comentaron la complejidad de la política macroprudencial, área que cuenta con múltiples instrumentos para la consecución de diversos objetivos intermedios. Aunque la aplicación de este tipo de políticas se encuentra en su fase inicial, los responsables de su formulación deberían estar preparados para implantar los nuevos instrumentos a su disposición, ya que la inacción genera mayor riesgo. Además, mediante la realización de evaluaciones y de ejercicios de simulación exhaustivos, los responsables de las políticas macroprudenciales pueden calibrar la efectividad de los distintos instrumentos para mitigar los riesgos sistémicos.

En la Conferencia se presentaron trabajos centrados en las implicaciones de tres fenómenos sistémicos específicos para la política macroprudencial: los bajos tipos de interés, la negociación de derivados y la escasez de activos seguros en la zona. De la conferencia surgieron tres ideas principales. En primer lugar, la política macroprudencial debe permitir que las entidades de crédito y otras instituciones financieras adapten sus modelos de negocio a un entorno prolongado de bajos tipos de interés y a un exceso de capacidad estructural. En segundo lugar, los responsables de la formulación de políticas deben completar las reformas de los mercados de derivados —principalmente, a través de la imposición de obligaciones de negociación y compensación de forma centralizada— con el fin de reforzar su capacidad de resistencia. En tercer lugar, los responsables de estas políticas en la zona del euro podrían valorar la posibilidad de afrontar la escasez de activos de bajo riesgo en la zona mediante la creación de títulos garantizados con deuda soberana.



3 El marco institucional

La estructura organizativa de la JERS incluye una Junta General, un Comité Director, un Comité Científico Consultivo (CCC), un Comité Técnico Consultivo (CTC) y una Secretaría.

Actualmente, la JERS está presidida por Mario Draghi, presidente del BCE. En su 25ª reunión ordinaria, celebrada el 23 de marzo de 2017, la Junta General nombró presidente del CTC a Philip R. Lane, gobernador del Central Bank of Ireland, por un período de tres años. Stefan Ingves, gobernador del Sveriges Riksbank, que ha presidido el CTC durante los últimos seis años, seguirá en el cargo hasta la reunión de la Junta General de junio de 2017. El profesor Marco Pagano presidió el CCC hasta el 31 de diciembre de 2016 y fue sustituido por el profesor Richard Portes el 1 de enero de 2017. El CTC y el CCC desarrollan su trabajo con el apoyo de varios grupos de expertos que figuran en el organigrama publicado en el sitio web de la JERS⁷⁷. En consonancia con ediciones anteriores, el premio «Ieke van den Burg prize on systemic risk» otorgado a trabajos de investigación sobre el riesgo sistémico atrajo un número significativo de destacados trabajos de investigación. El CCC se encarga de seleccionar los trabajos con la ayuda de la Secretaría de la JERS. El trabajo premiado se publicará en el sitio web de la JERS y se presentará en su Conferencia Anual en el otoño de 2017.

La Secretaría se ocupa del trabajo diario de la JERS. El jefe de la Secretaría es Francesco Mazzaferro y su subjefe, Tuomas Peltonen. De conformidad con el Reglamento (UE) n.º 1096/2010 del Consejo⁷⁸, el BCE asegura el funcionamiento de la Secretaría de la JERS y le proporciona apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. En 2016, el BCE prestó apoyo a la JERS mediante la asignación de 61,8 puestos de trabajo equivalentes a jornada completa. De estos, 26,8 empleados trabajaron en la Secretaría y 35 se dedicaron a otras funciones de apoyo. Los costes directos incurridos por el BCE ascendieron a 9,5 millones de euros, cifra a la que hay que sumar los costes indirectos asociados a otros servicios de apoyo que la JERS comparte con el BCE (como recursos humanos, tecnologías de la información y administración general). Durante ese mismo período, otras instituciones miembros de la JERS proporcionaron alrededor de 55 puestos de trabajo equivalentes a jornada completa para prestar apoyo analítico en el marco de los grupos de trabajo y de la presidencia de la JERS.

⁷⁷ **Organigrama de la JERS.** [Error! Hyperlink reference not valid.](#)

⁷⁸ **Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico** (DO L 331, 15.12.2010, p 162).



Anexo – Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2016 y el 31 de marzo de 2017

Avisos

28/11/2016

Aviso JERS/2016/07 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Dinamarca

28/11/2016

Aviso JERS/2016/06 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Bélgica

28/11/2016

Aviso JERS/2016/05 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Austria

28/11/2016

Aviso JERS/2016/08 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Finlandia

28/11/2016

Aviso JERS/2016/09 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Luxemburgo

28/11/2016

Aviso JERS/2016/10 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de los Países Bajos

28/11/2016

Aviso JERS/2016/11 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Suecia

28/11/2016

Aviso JERS/2016/12 sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial del Reino Unido

Recomendaciones e informes de cumplimiento

01/03/2017

ESRB Recommendation on funding of credit institutions ESRB/2012/2: Follow-up – Summary Compliance Report

09/02/2017

ESRB Recommendation on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1): Follow-up – Summary Compliance Report



28/11/2016

Recomendación, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (Recomendación JERS/2016/14)

08/08/2016

Recomendación, de 24 de junio de 2016, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2016/4)

22/04/2016

Recomendación, de 24 de marzo de 2016, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2016/3)

Comentarios y Documentos Ocasionales

06/12/2016

Macroprudential Commentaries, n.º 8: «Implementation of the countercyclical capital buffer regime in the European Union»

22/09/2016

Occasional Paper n.º 11: «Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset», Jorge Abad, Iñaki Aldasoro, Christoph Aymanns, Marco D'Errico, Linda Fache Rousová, et al.

27/07/2016

Occasional Paper n. 10: «Assessing shadow banking – non-bank financial intermediation in Europe», Laurent Grillet-Aubert, Jean-Baptiste Haquin, Clive Jackson, Neill Killeen y Christian Weistroffer

Informes de la JERS

16/02/2017

The macroprudential use of margins and haircuts

28/11/2016

Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system

28/11/2016

Vulnerabilities in the EU residential real estate sector

06/10/2016

Preliminary investigation into the potential impact of a leverage ratio requirement on market liquidity

06/10/2016

Market liquidity and market-making

27/07/2016

EU Shadow Banking Monitor

13/05/2016

A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2015



Documentos de Trabajo

15/03/2017

Working Paper n.º 40: «Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking entities», Jorge Abad, Marco D'Errico, Neill Killeen, Vera Luz, Tuomas Peltonen, Richard Portes, Teresa Urbano

14/03/2017

Working Paper n.º 39: «Decomposing financial (in)stability in emerging economies», Etienne Lepers, Antonio Sánchez Serrano

10/03/2017

Working Paper n.º 38: «Flight to liquidity and systemic bank runs», Roberto Robatto

10/03/2017

Working Paper n.º 37: «SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk», Christian Brownlees, Robert Engle

13/02/2017

Working Paper n.º 36: «Credit conditions, macroprudential policy and house prices», Robert Kelly, Fergal McCann, Conor O'Toole

13/02/2017

Working Paper n.º 35: «Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone», Ad van Riet

13/02/2017

Working Paper n.º 34: «Resolution of international banks: can smaller countries cope?», Dirk Schoenmaker

22/12/2016

Working Paper n.º 33: «How does risk flow in the credit default swap market?», Marco D'Errico, Stefano Battiston, Tuomas Peltonen, Martin Scheicher

21/12/2016

Working Paper n.º 32: «Financial contagion with spillover effects: a multiplex network approach», Gustavo Peralta, Ricardo Crisóstomo

21/12/2016

Working Paper n.º 31: «The (unintended?) consequences of the largest liquidity injection ever», Matteo Crosignani, Miguel Faria-e-Castro, Luís Fonseca

17/11/2016

Working Paper n.º 30: «Exposure to international crises: trade vs. financial contagion», Everett Grant

14/11/2016

Working Paper n.º 29: «Predicting vulnerabilities in the EU banking sector: the role of global and domestic factors», Markus Behn, Carsten Detken, Tuomas Peltonen y Willem Schudel

20/10/2016

Working Paper n.º 28: «Financial intermediation, resource allocation, and macroeconomic interdependence», Galip Kemal Ozhan



20/10/2016

Working Paper n.º 27: «(Pro?)-cyclicality of collateral haircuts and systemic illiquidity», Florian Glaser y Sven Panz

20/10/2016

Working Paper n.º 26: «Using elasticities to derive optimal bankruptcy exemptions», Eduardo Dávila

19/09/2016

Working Paper n.º 25: «Macroeconomic effects of secondary market trading», Daniel Neuhann

19/09/2016

Working Paper n.º 24: «Macroprudential policy with liquidity panics», Daniel Garcia-Macia y Alonso Villacorta

19/09/2016

Working Paper n.º 23: «Liquidity transformation in asset management: Evidence from the cash holdings of mutual funds», Sergey Chernenko y Adi Sunderam

19/09/2016

Working Paper n.º 22: «Arbitraging the Basel securitization framework: Evidence from German ABS investment», Matthias Efung

19/09/2016

Working Paper n.º 21: «ESBies: Safety in the tranches», Markus K. Brunnermeier, Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh y Dimitri Vayanos

08/08/2016

Working Paper n.º 20: «Multiplex interbank networks and systemic importance – An application to European data», Iñaki Aldasoro e Iván Alves

25/07/2016

Working Paper n.º 19: «Strategic complementarity in banks' funding liquidity choices and financial stability», André Silva

13/07/2016

Working Paper n.º 18: «Cyclical investment behavior across financial institutions», Yannick Timmer

12/07/2016

Working Paper n.º 17: «Assessing the costs and benefits of capital-based macroprudential policy», Markus Behn, Marco Gross y Tuomas Peltonen

28/06/2016

Working Paper n.º 16: «Bank recapitalizations and lending: A little is not enough», Timotej Homar

28/06/2016

Working Paper n.º 15: «Credit default swap spreads and systemic financial risk», Stefano Giglio

28/06/2016

Working Paper n.º 14: «Catering to investors through product complexity», Claire Célérier y Boris Vallée

09/06/2016

Working Paper n.º 13: «Banks' exposure to interest rate risk and the transmission of monetary policy», Matthieu Gomez, Augustin Landier, David Sraer y David Thesmar



03/06/2016

Working Paper n.º 12: «Extreme risk interdependence», Arnold Polanski y Evarist Stoja

02/05/2016

Working Paper n.º 11: «Bank exposures and sovereign stress transmission», Carlo Altavilla, Marco Pagano y Saverio Simonelli

02/05/2016

Working Paper n.º 10: «Systemic risk in clearing houses: Evidence from the European repo market», Charles Boissel, François Derrien, Evren Örs y David Thesmar

02/05/2016

Working Paper n.º 9: «Regime-dependent sovereign risk pricing during the euro crisis», Anne-Laure Delatte, Julien Fouquau y Richard Portes

20/04/2016

Working Paper n.º 8: «Double bank runs and liquidity risk management», Filippo Ippolito, José-Luis Peydró, Andrea Polo y Enrico Sette

12/04/2016

Working Paper n.º 7: «Bail-in expectations for European banks: Actions speak louder than words», Alexander Schäfer, Isabel Schnabel y Beatrice Weder di Mauro

Otras publicaciones de la JERS

30/03/2017

ESRB Risk Dashboard, marzo de 2017 (número 19)

06/03/2017

ESRB Secretariat staff response to the EIOPA Discussion Paper on the potential harmonisation of recovery and resolution frameworks for insurers

03/02/2017

Adverse scenario for the ESMA EU-wide central counterparty stress test in 2017

22/12/2016

ESRB Risk Dashboard, diciembre de 2016 (número 18)

24/10/2016

ESRB response to the European Commission's Consultation Document on the Review of the EU Macro-prudential Policy Framework

04/10/2016

ESRB opinion to ESMA on securities financing transactions and leverage under Article 29 of the SFTR

29/09/2016

ESRB Risk Dashboard, septiembre de 2016 (número 17)

05/09/2016

ESRB response to the ESMA Consultation Paper on the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity

19/07/2016

Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper



30/06/2016

ESRB Risk Dashboard, junio de 2016 (número 16)

24/05/2016

Adverse scenario for 2016 EIOPA EU-wide insurance corporation stress tests

13/05/2016

Letter from Mario Draghi, Chair of the ESRB, to Olivier Guersent, Director General of FISMA at the European Commission, on the possible use of Article 459 of the Capital Requirements Regulation

11/05/2016

Adverse scenario for ESMA EU-wide central counterparty stress tests in 2016

02/05/2016

Handbook on the assessment of compliance with ESRB recommendations



© **Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2017**

Apartado de correos 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono +49 69 1344 0

Sitio web www.esrb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente. Traducción efectuada por el Banco de España y el Banco Central Europeo. En caso de discrepancia, prevalece la versión en inglés del Informe.

La fecha de cierre de los datos incluidos en este informe fue el 31 de marzo de 2017.

ISSN 1977-5164 (edición electrónica)

ISBN 978-92-95210-10-3 (edición electrónica)

DOI 10.2849/27307 (edición electrónica)

Número de catálogo UE DT-AA-17-001-ES-N (edición electrónica)