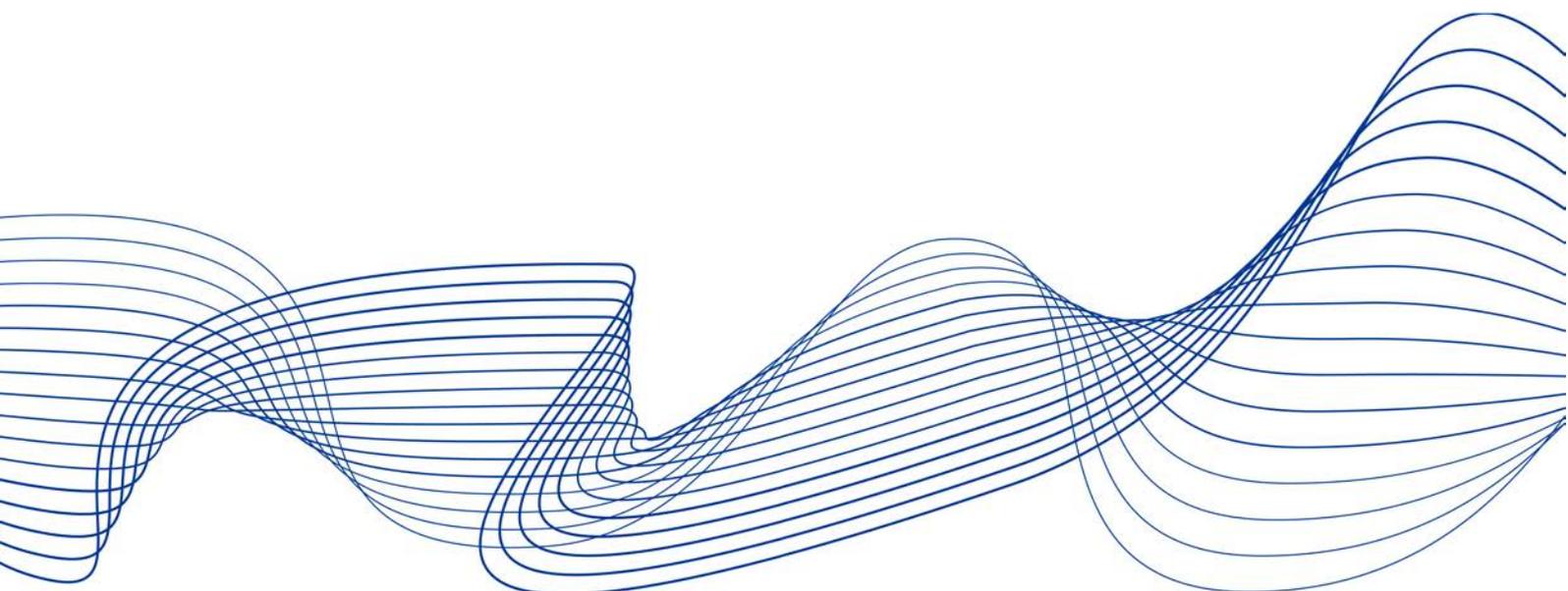


Informe Anual

2017



JERS
Junta Europea de Riesgo Sistémico
Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Índice

Prólogo	2
Resumen	3
1 Riesgos sistémicos en el sistema financiero de la Unión Europea	5
1.1 Reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales	8
1.2 Persistencia de debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones	15
1.3 Problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y de hogares	20
1.4 Vulnerabilidades del sistema bancario en la sombra y contagio al conjunto del sistema financiero	24
2 Políticas para abordar el riesgo sistémico	32
2.1 Políticas de la JERS	32
2.2 Contribución de la JERS al marco de política macroprudencial de la UE	35
2.3 Análisis de las medidas nacionales	46
3 Seguimiento de recomendaciones y rendición de cuentas	57
3.1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS	57
3.2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales	61
3.3 Conferencias, seminarios y publicaciones de la JERS	64
Anexo Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2017 y el 31 de marzo de 2018	66



Prólogo



*Mario Draghi,
Presidente de la Junta Europea de
Riesgo Sistémico*

El séptimo Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2017 y el 31 de marzo de 2018. Durante el período examinado, la JERS continuó realizando un atento seguimiento de las fuentes de riesgos sistémicos en la economía y en el sistema financiero europeos e identificó cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la Unión Europea (UE). En el marco de este trabajo, la JERS analizó la evolución de los sectores inmobiliario comercial y financiero no bancario.

En relación con el mercado inmobiliario comercial, tras la publicación de la Recomendación de la JERS sobre la eliminación de lagunas de información sobre bienes inmuebles, se investigaron posibles nuevas fuentes de datos. Asimismo, la JERS llevó a cabo un ejercicio de inventario de la disponibilidad de información de mercado sobre bienes inmuebles comerciales.

En el período examinado, la JERS también siguió desarrollando el marco de seguimiento de riesgos del sector financiero no bancario, en parte mediante la publicación del segundo número del informe «EU Shadow Banking Monitor». Asimismo, la JERS publicó nuevos indicadores para entidades de contrapartida central y empresas de seguros en su cuadro de riesgos.

En reconocimiento de la posible amenaza que suponen los ciberataques, la JERS decidió crear un grupo de trabajo europeo de ciberriesgo sistémico, cuyo objetivo es compartir información actualizada sobre nuevas iniciativas internacionales y ofrecer a sus miembros la oportunidad de discutir las actuales políticas.

Por otra parte, la JERS continuó promoviendo el debate sobre política macroprudencial organizando una serie de conferencias y seminarios. En particular, en septiembre de 2017 se celebró la segunda Conferencia Anual de la JERS, que incluyó mesas redondas sobre los aspectos jurídicos de la regulación macroprudencial y sobre la aplicación de la política macroprudencial en el sector no bancario. También hubo sesiones dedicadas a los retos y al futuro de la banca en la UE, en las que se analizaron los préstamos dudosos en el sector bancario de la UE y el seguimiento de riesgos en el sistema bancario en la sombra.

Por último, deseo expresar mi sincero agradecimiento a Vítor Constâncio, vicepresidente del Banco Central Europeo hasta mayo de 2018, por el apoyo prestado a la JERS desde su creación, en su capacidad de miembro de la Junta General y del Comité Director.



Resumen

En el período analizado, la JERS identificó cuatro amenazas principales para la estabilidad del sector financiero de la UE: 1) un reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales; 2) persistencia de 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) vulnerabilidades del sistema bancario en la sombra y contagio al conjunto del sistema financiero. Al igual que en el Informe Anual de los dos últimos ejercicios, una reversión brusca de las primas de riesgo a nivel global se considera uno de los principales riesgos para la estabilidad financiera. A diferencia de la evaluación de 2016, los riesgos relacionados con las debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones descendieron un escalón desde la categoría de riesgo alto hasta la de riesgo medio. Por su parte, los riesgos derivados de los problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, empresarial y hogares subieron un escalón hasta la categoría de riesgo medio.

Los mencionados riesgos sistémicos para el sector financiero de la UE formaron la base del escenario macrofinanciero adverso que la JERS presentó a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) para la prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE de 2018. Estos riesgos también se reflejaron en los escenarios adversos elaborados para la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación para la prueba de resistencia del sector seguros de 2018. Este Informe Anual incluye los detalles de dichos escenarios.

En 2017, la JERS modificó el marco de reciprocidad de medidas macroprudenciales, con el objetivo de lograr una mayor armonización en la aplicación de umbrales de materialidad de conformidad con el principio *de minimis*. El nuevo marco requiere que los Estados miembros que activen una medida propongan un umbral de materialidad máximo a nivel de entidad cuando soliciten la reciprocidad de su medida, y que la JERS valide la idoneidad, o falta de ella, del umbral propuesto.

Asimismo, la JERS publicó una Recomendación para abordar los riesgos sistémicos relativos a los desajustes de liquidez y al uso del apalancamiento en los fondos de inversión. La recomendación, que se dirige a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en sus siglas en inglés) y la Comisión Europea, se refiere a los instrumentos de gestión de liquidez, la vigilancia supervisora y las prácticas en las pruebas de resistencia de liquidez, el refuerzo de la presentación de información y la operacionalización de las facultades existentes de limitación del apalancamiento.

Como continuación de los trabajos de desarrollo del marco macroprudencial para el sector bancario, la JERS publicó un informe sobre las implicaciones para la estabilidad financiera de la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 9, en el que se concluye que representa una mejora sustancial respecto a la Norma Internacional de Contabilidad 39 y que se espera que aporte importantes beneficios desde una perspectiva de estabilidad financiera. La NIIF 9 incluye mayores niveles de transparencia y un reconocimiento de las pérdidas crediticias más temprano y decisivo. Al mismo tiempo, el informe subraya algunos aspectos que deberán ser analizados en el examen posterior a la implementación de la NIIF 9, como el comportamiento cíclico del modelo de pérdidas crediticias esperadas y su impacto en el comportamiento de las entidades. La JERS también publicó un informe sobre resolución de préstamos dudosos en Europa, en el que se



proponen políticas específicas para complementar otras iniciativas a escala de la UE y la zona del euro. Otra contribución al marco macroprudencial del sector bancario fue el dictamen presentado por la JERS a la Comisión Europea sobre colchones macroprudenciales estructurales en el que se proponen algunos cambios, como aumentar significativamente los límites máximos de los colchones de las otras entidades de importancia sistémica, ampliar el colchón contra riesgos sistémicos para hacer frente a fuentes específicas de riesgos sistémicos no cíclicos estructurales, e introducir cambios en el procedimiento relativo a los colchones estructurales.

En lo que se refiere a los progresos realizados en el desarrollo del marco macroprudencial para el sector no bancario, la JERS colaboró en los exámenes regulatorios y las consultas europeas. En el contexto de la revisión del Reglamento europeo de infraestructuras de mercado, la JERS publicó un informe para seguir mejorando la eficacia y transparencia del marco actual. En relación con las entidades de contrapartida central (ECC), la JERS respondió a la consulta de la ESMA sobre el proyecto de directrices relativas a medidas para limitar la prociclicidad de los márgenes en las ECC. Respecto a las propuestas legislativas sobre un marco de recuperación y resolución para las ECC, la JERS identificó áreas que deberían mejorarse para abordar más eficazmente las preocupaciones macroprudenciales. En cuanto a las consideraciones macroprudenciales relativas al sector de seguros, la JERS determinó aspectos mejorables del marco Solvencia II y propuso el desarrollo de un marco armonizado de recuperación y resolución de este sector en toda la UE.

El número de medidas macroprudenciales nacionales adoptadas por los Estados miembros se mantuvo estable en comparación con 2016. Los ejercicios 2017 y 2016 son más comparables que los precedentes puesto que la mayoría de los Estados miembros ya contaba con todas las herramientas del paquete macroprudencial, formado por la Directiva sobre Requerimientos de Capital IV y el Reglamento de Requerimientos de Capital. En 2017, la mayor parte de los Estados miembros adoptaron alguna medida macroprudencial de carácter fundamentalmente restrictivo para abordar los riesgos cíclicos. El límite máximo para la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía (LTV), y el colchón de capital anticíclico figuran entre las medidas más frecuentes, aunque también se utilizó el colchón contra riesgos sistémicos.

La JERS continuó evaluando la aplicación de sus recomendaciones. Durante el período analizado, inició o concluyó la evaluación de cinco recomendaciones o subrecomendaciones. El cumplimiento de la subrecomendación a la EBA sobre la financiación de las entidades de crédito se consideró plenamente satisfactorio. La evaluación de la Recomendación sobre fondos del mercado monetario sigue su curso, al igual que las evaluaciones de la Recomendación para orientar en la fijación de porcentajes de colchones anticíclicos y la Recomendación sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial. Por último, se evaluaron algunos elementos de la Recomendación sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países (que no formen parte del Espacio Económico Europeo).

Para facilitar el debate y seguir desarrollando ideas sobre política macroprudencial, en septiembre de 2017 se celebró la segunda Conferencia Anual de la JERS. En las mesas redondas se abordaron las perspectivas legales de la regulación macroprudencial y la aplicación de la política macroprudencial en el sector financiero no bancario. Hubo sesiones dedicadas a los retos y el futuro de la banca en la UE, en las que se analizaron los préstamos dudosos en el sector bancario de la UE y el seguimiento de riesgos en el sistema bancario en la sombra.



1 Riesgos sistémicos en el sistema financiero de la Unión Europea

Durante el período analizado, la JERS identificó cuatro riesgos principales para la estabilidad financiera de la UE. Aunque la mayor fortaleza y generalización del crecimiento económico mejoró las perspectivas de riesgo para la estabilidad del sistema financiero de la UE, los riesgos de cola siguieron siendo elevados en un entorno de significativa incertidumbre política, geopolítica y sobre las políticas económicas. Los riesgos identificados se resumen en el cuadro 1 y están relacionados con: 1) un reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales; 2) persistencia de 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) vulnerabilidades del sistema bancario en la sombra y contagio al conjunto del sistema financiero. Asimismo, estos cuatro riesgos para la estabilidad financiera identificados por la JERS, que están interrelacionados y podrían retroalimentarse mutuamente si llegaran a materializarse, sirvieron de base para definir los escenarios adversos utilizados en diversas pruebas de resistencia para el conjunto de la UE (véase la subsección 2.2.1 para más detalles).



Cuadro 1

Resumen de los riesgos principales para la estabilidad financiera de la UE

1	<p>Reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales</p> <p>Vulnerabilidades: errores 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 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>Persistencia de debilidades en los balances de las entidades de crédito, empresas de seguros y fondos de pensiones</p> <p>Vulnerabilidades (entidades de crédito): dificultades con las fuentes sostenibles de beneficios en el entorno de bajos tipos de interés, con cambios estructurales, como la digitalización y las <i>fintech</i>, que afectan al negocio bancario, y persistencia de problemas significativos de calidad de los activos en algunos países</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 obtención de rendimientos sobre las inversiones a largo plazo en activos de alta calidad</p> <p>Posibles detonantes: presiones sobre la rentabilidad prolongadas y significativas (entidades de crédito), revaloración de pasivos a bajos tipos de interés (empresas de seguros de vida), escasos rendimientos de las inversiones financieras y materialización de ciberriesgos que afectan al conjunto del sistema</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, y limitado margen fiscal para absorber perturbaciones</p> <p>Posibles detonantes: materialización de riesgos políticos, correcciones de precios en los mercados financieros, gasto fiscal insostenible y perturbaciones en las perspectivas de crecimiento a medio plazo como consecuencia de la lenta aplicación de reformas estructurales</p>
4	<p>Vulnerabilidades del sistema bancario en la sombra y contagio al conjunto del sistema financiero</p> <p>Vulnerabilidades: rápido crecimiento del tamaño y la complejidad del sistema bancario en la sombra, riesgos de liquidez y de apalancamiento en determinados tipos de fondos de inversión, interrelación y riesgo de contagio a otras partes del sistema financiero, incluso a través de vínculos transfronterizos, y falta de transparencia y de datos para un seguimiento integral de los riesgos</p> <p>Posibles detonantes: correcciones de precios en los mercados financieros mundiales con posibles ventas forzadas y restricciones de liquidez</p>

Fuente: JERS.

Notas: Principales riesgos para la estabilidad financiera identificados en un horizonte temporal a 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.

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 de los dos ejercicios anteriores, una reversión brusca de las primas de riesgo a nivel global siguió identificándose como el riesgo más grave para la estabilidad financiera. Este riesgo refleja una asunción de riesgos cada vez más agresiva 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 elevada 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 los fondos de inversión, las entidades de crédito y 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 redujeron a la categoría de riesgo medio. La actual labor de supervisión y regulación, así como la mejora del entorno económico, contribuyeron a suavizar la gravedad de las vulnerabilidades del sector bancario europeo. En concreto, las ratios de capital regulatorio de las entidades de crédito de la UE continuaron mejorando durante el período analizado. Asimismo, pese a que el volumen de exposiciones dudosas siguió siendo cuantioso, también disminuyó gracias a las medidas adoptadas por las entidades y los supervisores. No obstante, las vulnerabilidades estructurales relacionadas con la escasa rentabilidad, los altos costes y el exceso de capacidad persistieron en algunos sistemas bancarios de la UE. Además, el entorno de bajos tipos de interés y otros factores, como los cambios demográficos, continuaron planteando retos para la rentabilidad y la solvencia de los sectores de seguros y pensiones de la UE.

Los riesgos relacionados con problemas de sostenibilidad de la deuda en los sectores soberano, de empresas no financieras y de hogares se elevaron a la categoría de riesgo medio. Dados los elevados niveles de deuda pública y privada de varios países de la UE, un escenario de aumento de los tipos de interés, por ejemplo como consecuencia de una variación de los tipos sin riesgo o de un incremento de las primas de riesgo (véase el riesgo 1), podría generar dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda a medio plazo. Pese a los significativos esfuerzos de desapalancamiento realizados en algunos países de la UE, el endeudamiento del sector privado continuó siendo elevado en varias de sus economías y, en ciertos casos, aún se situaba por encima de los niveles observados en el período previo a la crisis financiera mundial. La High-Level Task Force on Safe Assets de la JERS publicó un informe en el que estudiaba la viabilidad de los bonos de titulización de activos respaldados por deuda soberana¹. En el informe se analizaba si la creación de estos bonos podría contribuir de forma importante 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 (véase el recuadro 4 para más detalles).

Las posibles perturbaciones y contagios procedentes del sistema bancario en la sombra siguen planteando retos para la estabilidad financiera. En 2017, la JERS continuó vigilando los riesgos y vulnerabilidades identificados anteriormente, ya que, en la UE, la banca en la sombra creció en línea con el sector bancario. 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 sigue impidiendo que este seguimiento sea exhaustivo.

La JERS continuó desarrollando el marco y las herramientas para la identificación de los riesgos sistémicos, centrándose particularmente en el mercado inmobiliario y en el sector financiero no bancario. Un tema que recibió especial atención en 2017 fueron los riesgos y vulnerabilidades de los mercados inmobiliarios comerciales en la UE (véanse subsección 1.1 siguiente y recuadro 1). Además, la JERS también se concentró en el análisis de los riesgos sistémicos originados en la banca en la sombra² (véanse subsección 1.4 y recuadro 3) y en la política macroprudencial del sector financiero no bancario (véase subsección 2.2.3).

¹ Véase [Sovereign bond-backed securities: a feasibility study](#), High-Level Task Force on Safe Assets, JERS, enero de 2018.

² Véase [EU Shadow Banking Monitor](#), n.º 2, JERS, mayo de 2017.

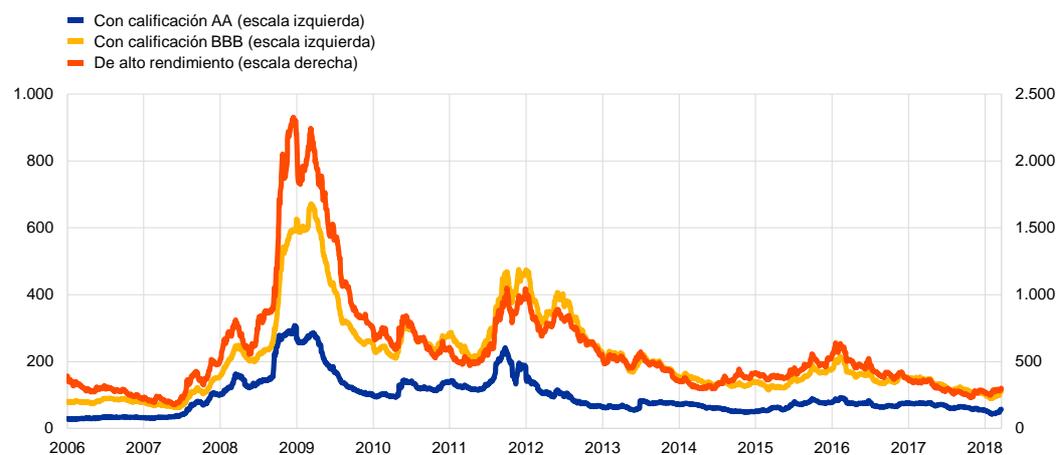


1.1 Reajuste de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales

Las primas de riesgo se mantuvieron en niveles bajos y se comprimieron aún más en el transcurso de 2017. Una forma de medir las primas de riesgo en la UE es tomar los diferenciales de rendimiento de los bonos corporativos con respecto al bono alemán. Estos registraron descensos continuados a lo largo de 2017, que fueron seguidos de un ligero incremento a principios de 2018 (véase gráfico 1). En la UE, el crecimiento económico continuó siendo generalizado y a finales de 2017 se situaba en su tasa más alta desde el inicio de la crisis financiera en 2007 (véase gráfico 2). Los mercados financieros esperan ahora una normalización gradual de la política monetaria y de los tipos de interés en las principales áreas económicas. Mientras que, en Estados Unidos, donde la recuperación comenzó antes, la curva de rendimientos ya experimentó un repunte pronunciado a partir de principios de 2016, en la zona del euro, la pendiente de la curva aumentó, principalmente durante el período analizado (véase gráfico 3). Sin embargo, las rentabilidades a plazos inferiores a dos años se mantuvieron relativamente estables en territorio negativo, con valores por debajo de -50 puntos básicos.

Gráfico 1
Diferenciales de los bonos corporativos

(puntos básicos)



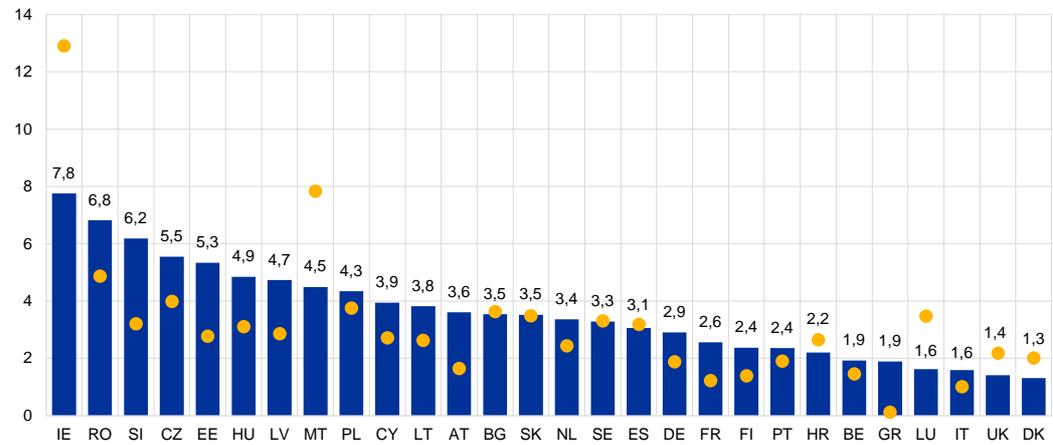
Fuente: Bank of America Merrill Lynch.

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 23 de marzo de 2018.



Gráfico 2
Crecimiento interanual del PIB en la UE

(porcentajes)



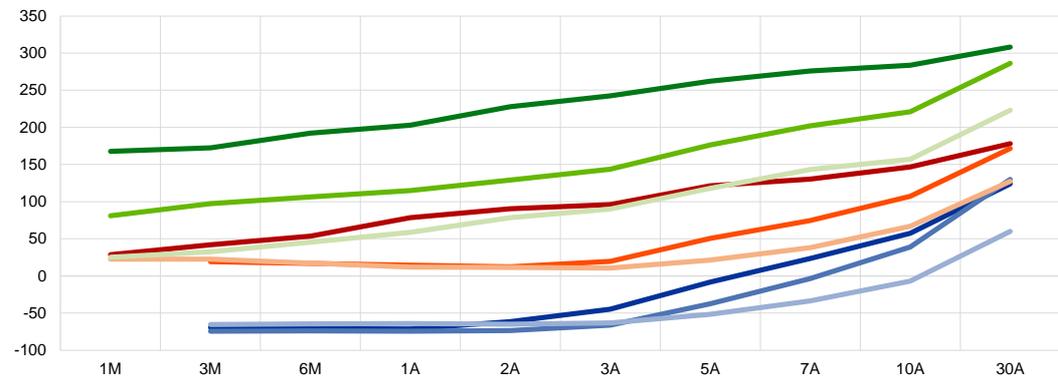
Fuente: BCE.

Notas: Las barras azules representan la tasa de crecimiento interanual del PIB a precios de mercado a finales de 2017. Los puntos amarillos representan la media de los últimos tres años.

Gráfico 3
Curvas de rendimiento de la zona del euro, del Reino Unido y de Estados Unidos

(puntos básicos)

- Rendimiento medio de la zona del euro, marzo de 2018
- Rendimiento medio de la zona del euro, junio de 2017
- Rendimiento medio de la zona del euro, septiembre de 2016
- Rendimiento medio del Reino Unido, marzo de 2018
- Rendimiento medio del Reino Unido, junio de 2017
- Rendimiento medio del Reino Unido, septiembre de 2016
- Rendimiento medio de Estados Unidos, marzo de 2018
- Rendimiento medio de Estados Unidos, junio de 2017
- Rendimiento medio de Estados Unidos, septiembre de 2016



Fuente: Bloomberg.



En un entorno de búsqueda de rentabilidad y de diferenciales comprimidos, diversos tipos de perturbaciones podrían desencadenar un episodio de reajuste de las primas de riesgo.

Aunque se espera que los mercados financieros sean capaces de absorber un incremento progresivo del nivel de los tipos de interés, un cambio inesperado en estos podría provocar una corrección de precios. Otros posibles detonantes son los datos económicos adversos y los acontecimientos geopolíticos, como la preocupación por el creciente proteccionismo, el riesgo de guerras de divisas entre los principales socios comerciales a nivel mundial o la materialización de vulnerabilidades en importantes economías emergentes.

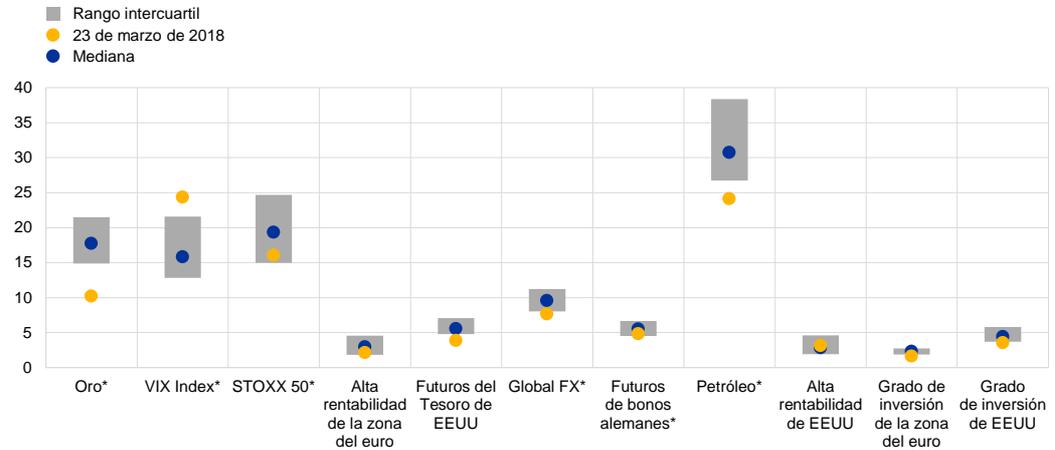
Las turbulencias en los mercados observadas en febrero de 2018 mostraron que las primas de riesgo pueden reajustarse de forma rápida y brusca. La acusada caída de las cotizaciones en los mercados mundiales que se originó en Estados Unidos y el posterior aumento de la volatilidad y de los volúmenes de negociación entre varias categorías de activos y mercados desde el 5 de febrero de 2018 mostraron cómo las primas de riesgo pueden incrementarse de forma brusca, especialmente cuando los precios de los activos se desvían significativamente de sus variables fundamentales. El 2 de febrero de 2018 se publicaron datos mejores de lo esperado sobre los ingresos medios por hora en Estados Unidos, lo que generó expectativas de aumento de las tasas de inflación en dicho país, que los participantes en los mercados interpretaron que implicarían un ritmo potencialmente más acelerado de subida de los tipos de interés oficiales en el país. Como consecuencia, los mercados bursátiles de Estados Unidos cayeron. Estos efectos también se dejaron sentir inmediatamente en las bolsas europeas y generaron repuntes temporales de la volatilidad.

Pese a los repuntes transitorios, la volatilidad de varios segmentos de los mercados financieros siguió manteniéndose en mínimos históricos (véase gráfico 4). No obstante, los reducidos niveles de volatilidad implícita no suponen necesariamente la ausencia de riesgos en los mercados financieros. De hecho, está documentado que los períodos de baja volatilidad favorecen alzas en los precios de los activos en los mercados financieros y pueden ser un indicador de tensiones financieras futuras. Esta paradoja de volatilidad surge principalmente de la dinámica positiva por la que la reducida volatilidad fomenta el aumento del apalancamiento y grandes posiciones en activos de mayor riesgo, que a su vez comprime las primas de riesgo.



Gráfico 4 Volatilidad implícita diaria de distintas categorías de activos

(puntos básicos)

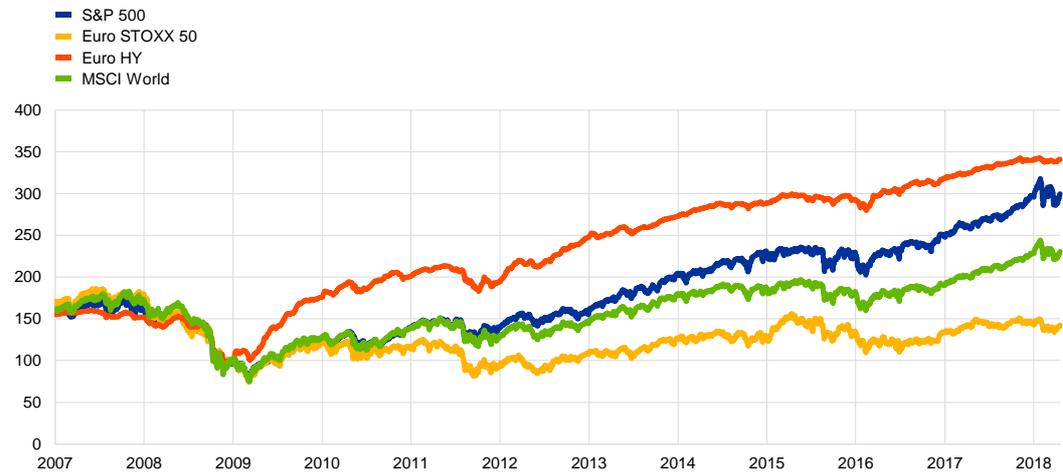


Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS.

Notas: En el caso de los activos marcados con un asterisco se utiliza la volatilidad implícita. Observaciones correspondientes al período comprendido entre el 1 de enero de 2005 y el 23 de marzo de 2018.

Gráfico 5 Evolución de los precios de los activos

(índice)



Fuentes: Bloomberg, Morgan Stanley Capital International, Haver Analytics y cálculos de la Secretaría de la JERS.

Notas: S&P 500 se refiere al índice bursátil Standard & Poor's, que incluye una selección de 500 grandes empresas de Estados Unidos. Euro Stoxx 50 es el índice bursátil de Deutsche Börse Group, que incluye las cotizaciones de una selección de 50 grandes empresas con sede en la zona del euro. Euro HY se refiere al índice de bonos corporativos de alto rendimiento de Bloomberg Barclays Euro. MSCI World es el índice bursátil de MSCI Inc., integrado por 1.649 empresas seleccionadas de todo el mundo. Todos los índices están normalizados a 100 a 1 de enero de 2009. La última observación corresponde al 30 de marzo de 2018.



Como resultado de la búsqueda de rentabilidad por parte de los participantes en el mercado en un entorno de bajos tipos de interés, las valoraciones de varias categorías de inversión se situaron en niveles elevados. Entre los activos que se vieron particularmente afectados se encontraban valores de renta variable de la UE, de Estados Unidos y de economías emergentes, así como bonos de alto rendimiento (véase gráfico 5). Como medida de posibles sobrevaloraciones, los ratios precio/beneficio de las acciones europeas se mantuvieron en cotas históricamente altas durante 2017 (véase gráfico 6).

Los mercados de préstamos apalancados, que con frecuencia se consideran una medida de una mayor asunción de riesgos por parte de los participantes en el mercado, también muestran señales de recalentamiento. En 2017, las emisiones en los mercados de préstamos apalancados de la UE y de Estados Unidos alcanzaron o se situaron próximas a niveles récord, mientras que el grado de apalancamiento de los prestatarios continuó aumentando y la protección de los inversores en lo que respecta a las cláusulas de los contratos de préstamo se redujo. Habida cuenta de la creciente importancia de estos mercados para la financiación de la economía real, si se registraran tensiones económicas y financieras, el posible incremento del número de incumplimientos (*defaults*) podría plantear un riesgo para la estabilidad financiera.

Gráfico 6

Ratios precio/beneficio de los valores de renta variable en la UE

(puntos básicos)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Nota: La última observación corresponde al 23 de marzo de 2018.

Los precios de los inmuebles residenciales y comerciales continuaron aumentando en muchos países de la UE, con lo que estos sectores se tornaron potencialmente vulnerables a un reajuste de las primas de riesgo. Pese a que los precios de los inmuebles residenciales se situaron próximos a máximos históricos o incluso los superaron, sus tasas de crecimiento interanual fueron superiores al 5 % en quince países de la UE (véase gráfico 7). Además, los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda siguieron incrementándose durante 2017. En cuanto a los precios de los inmuebles comerciales, pese a que todavía no se dispone de datos para algunos países (véase recuadro 1), su avance también fue superior al 5 % en varios Estados miembros (véase gráfico 8). Aunque estas elevadas tasas de crecimiento

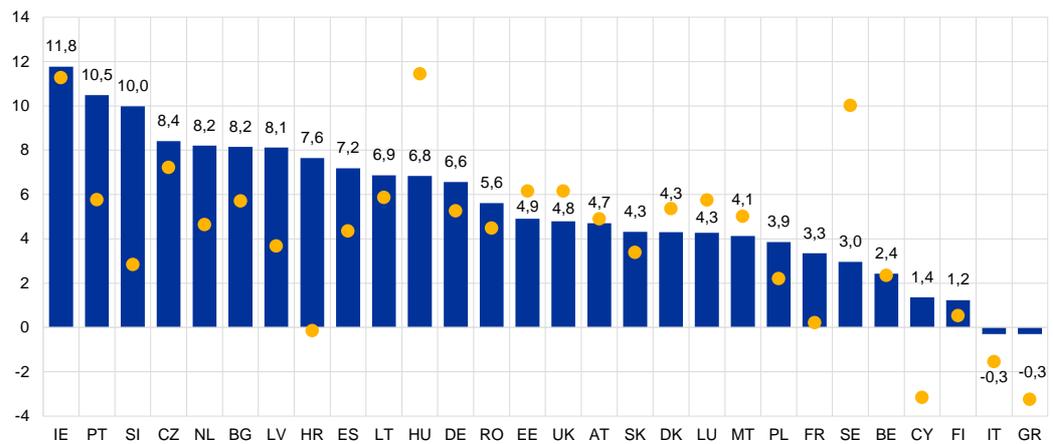


también han de analizarse en el contexto de la recuperación posterior a la crisis financiera, empezó a disponerse de evidencia que apunta a la posibilidad de que determinados segmentos de los mercados inmobiliarios estén sobrevalorados. Por ejemplo, en el caso de los segmentos más exclusivos (*prime*) de los mercados de inmuebles comerciales, las valoraciones se sitúan en niveles récord, aunque los rendimientos han caído hasta mínimos históricos en varios países de la UE.

Gráfico 7

Tasas de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales

(porcentajes)



Fuente: Cuadro de riesgos de la JERS.

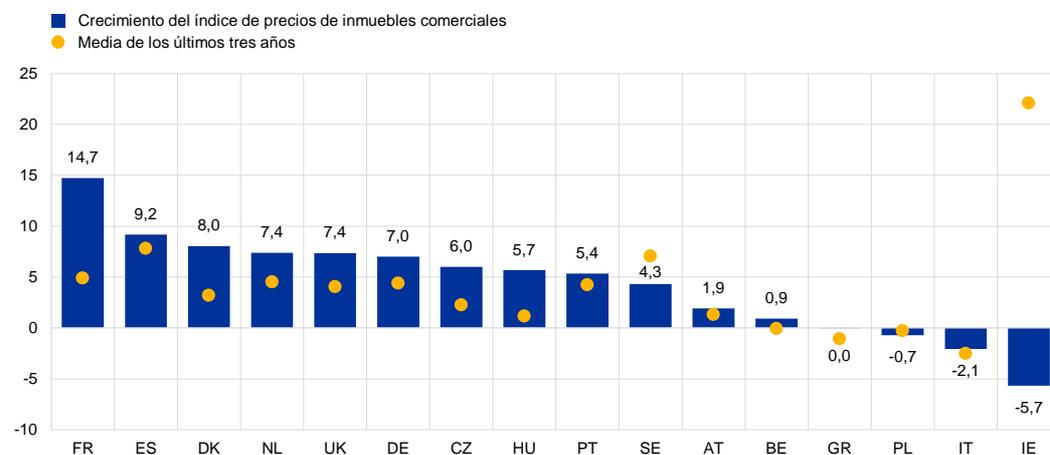
Notas: Las barras azules representan la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles residenciales en el cuarto trimestre de 2017 (excepto para IE, MT y CY [tercer trimestre de 2017]). Los puntos amarillos representan la media de los últimos tres años.



Gráfico 8

Tasas de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles comerciales

(porcentajes)



Fuente: Estadísticas de precios de los inmuebles comerciales.

Notas: Las barras azules representan la tasa de crecimiento interanual de los precios de los inmuebles comerciales en el cuarto trimestre de 2017 (excepto para GR [segundo trimestre de 2017]). Los puntos amarillos representan la media de los últimos tres años.

Recuadro 1

Vigilancia de riesgos: trabajos en curso de la JERS relacionados con la eliminación de lagunas de información sobre el sector inmobiliario

La JERS publicó la Recomendación JERS/2016/14 con el objetivo de eliminar las lagunas de información que aún persisten en relación con las exposiciones a los sectores inmobiliarios residencial y comercial estableciendo un marco más armonizado de seguimiento de la evolución de los mercados inmobiliarios de la UE. La Recomendación proporciona un conjunto común de indicadores cuyo seguimiento se recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales y las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) para evaluar los riesgos originados en el sector inmobiliario. Los primeros plazos establecidos en la Recomendación son aplicables a las AES, que debían elaborar plantillas antes de finales de 2017 y publicar los primeros datos sobre las exposiciones de las entidades al sector inmobiliario comercial a mediados de 2018.

Para facilitar la aplicación de la recomendación se establecieron dos grupos de trabajo. Un grupo de trabajo sobre el sector inmobiliario (Task Force on Real Estate) elaboró un mapa de posibles fuentes de datos bajo los auspicios del Comité de Estadísticas del SEBC y llegó a la conclusión de que un elevado número de indicadores de exposiciones al sector inmobiliario comercial quedaría cubierto por el Reglamento del BCE sobre la recopilación de datos granulares de crédito y de riesgo crediticio³. Los demás indicadores pueden obtenerse de encuestas y otras fuentes. Por lo que respecta a los inmuebles residenciales, el grupo de trabajo determinó que la mayoría de las autoridades nacionales competentes están facultadas para recopilar estos datos (por ejemplo, a partir de la información presentada con fines de supervisión). No obstante, para

³ Véase [Reglamento \(UE\) 2016/867 del Banco Central Europeo \(BCE/2016/13\)](#) (el Reglamento «AnaCredit»), 18 de mayo de 2016.



asegurar una recopilación armonizada de los datos en toda Europa y la comparabilidad de los indicadores, se está considerando la posibilidad de ampliar el ámbito del citado Reglamento del BCE. Además, el grupo de trabajo preparó orientaciones dirigidas a las autoridades nacionales competentes sobre cómo aplicar en la práctica las definiciones de la JERS.

Un grupo de trabajo conjunto BCE-Eurostat se centró en la disponibilidad de información de mercado sobre inmuebles comerciales. Este grupo conjunto de expertos realizó un ejercicio de inventario de fuentes de información sobre el mercado, ya disponibles o en proceso de desarrollo por los Estados miembros, incluyendo, en su caso, datos de proveedores comerciales. También se analizaron las experiencias de algunas economías del G-20 no pertenecientes a la UE. Las conclusiones del grupo se resumieron en un informe que se presentó ante el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) de la UE en noviembre de 2017⁴.

En el informe se llegaba a la conclusión de que, con frecuencia, la calidad de los datos disponibles es limitada. Incluso si la calidad de los datos cumple estándares mínimos, estos no son comparables entre Estados miembros ni están disponibles con el nivel de detalle y la puntualidad necesarios. El ejercicio también puso de manifiesto que no hay «logros rápidos» que permitirían proporcionar datos comparables y fiables. Debido, entre otras, a esta circunstancia, es probable que, a corto y medio plazo, la solución sea recurrir a indicadores de proveedores comerciales ya disponibles. A más largo plazo es preciso investigar cómo podrían reducirse las incertidumbres actuales, por ejemplo utilizando fuentes oficiales de información.

1.2 Persistencia de debilidades en los balances de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones

La labor de supervisión y regulación en materia, así como la mejora del entorno económico, contribuyeron a reducir la gravedad de las vulnerabilidades del sector bancario europeo. El capital regulatorio de las entidades de crédito de la UE continuó aumentando a lo largo de 2017. La EBA determinó que la mediana de la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) de una muestra de entidades de la UE se había incrementado hasta situarse en el 15,4 % al final de 2017 (véase gráfico 9). Asimismo, pese a que el volumen de exposiciones dudosas en el sistema bancario de la UE siguió siendo considerable, volvió a descender. La ratio media ponderada de préstamos dudosos (NPL, en sus siglas en inglés) en la UE disminuyó desde el 5,7 % hasta el 4 % en los dos años transcurridos entre diciembre de 2015 y diciembre de 2017 (véase gráfico 10). No obstante, en varios de los países más afectados durante la crisis de la deuda soberana europea, incluidos Grecia, Chipre, Portugal, Italia e Irlanda, las ratios de NPL continuaron siendo superiores al 10 %.

A pesar de esta evolución positiva, todavía quedaban por resolver varios problemas en el sistema bancario de la UE. La baja rentabilidad, con frecuencia inferior al coste esperado de los fondos propios, continuó siendo un motivo de preocupación para los sistemas bancarios de varios países de la UE. Entre 2010 y 2017, la rentabilidad media de los activos (ROA, en sus siglas en inglés) se redujo en 17 de sus economías, pese a que los niveles iniciales eran reducidos (véase

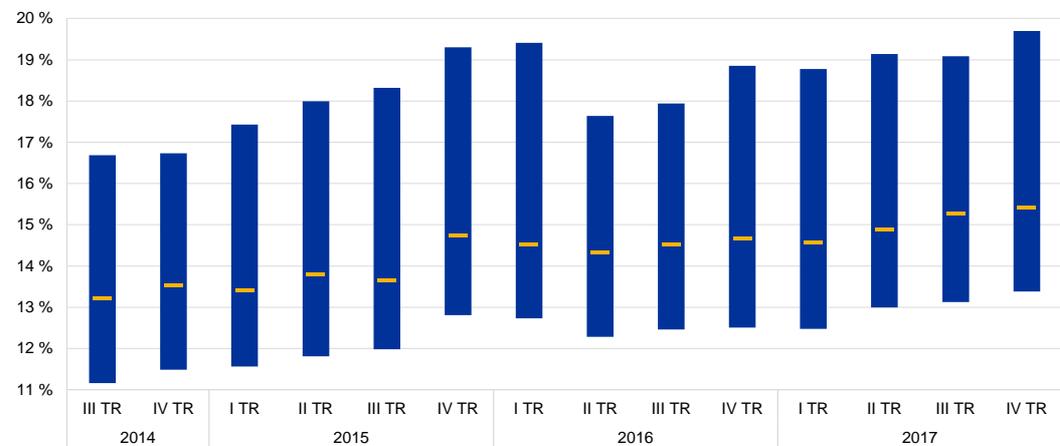
⁴ Véase **Conclusiones del Consejo ECOFIN sobre las estadísticas de la UE**, reunión del Consejo ECOFIN, Bruselas, 7 de noviembre de 2017.



gráfico 11). La escasa rentabilidad estuvo determinada no solo por el entorno de bajos tipos de interés, que tiende a comprimir los márgenes de los préstamos, sino también por cuestiones estructurales, como el exceso de capacidad y la mayor competencia, así como el acceso de las *fintech* al mercado. Además, aunque muchas entidades de crédito de la UE adoptaron medidas de reestructuración, no lograron reducir costes. De hecho, los gastos de explotación volvieron a aumentar, debido principalmente al incremento del gasto de personal (remuneraciones y prestaciones).

Gráfico 9
Ratio CET1/activos ponderados por riesgo

(porcentajes)



Fuente: EBA.

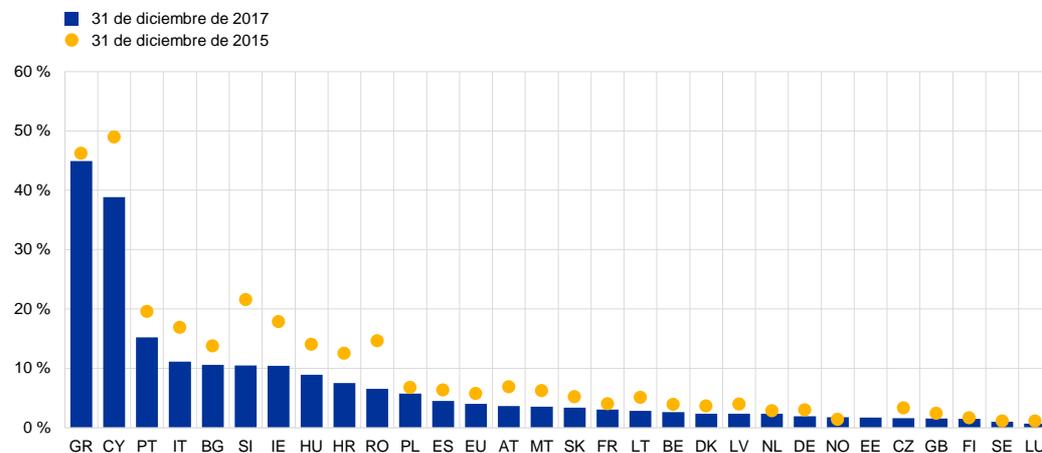
Nota: El gráfico muestra el rango intercuartil (barras azules) y las medianas de las ratios de CET1 (capital de nivel 1 ordinario) del sistema bancario de la UE.



Gráfico 10

Ratios de préstamos dudosos en la UE

(porcentaje de los préstamos totales)



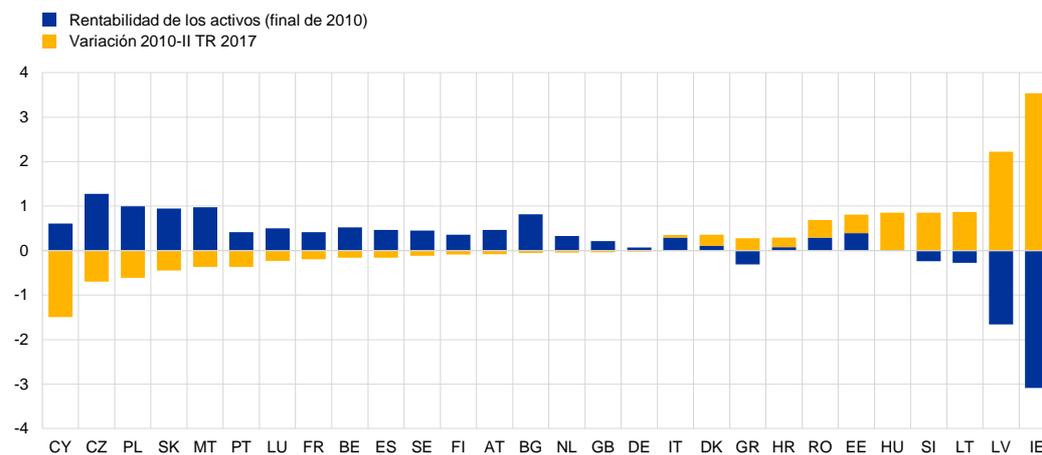
Fuente: Cuadro de riesgos de la JERS.

Nota: El gráfico muestra la ratio de préstamos y anticipos dudosos en relación con los préstamos brutos totales a 31 de diciembre de 2017 (barras azules) y a 31 de diciembre de 2015 (puntos amarillos) de una muestra de la EBA de entidades de crédito de la UE.

Gráfico 11

Rentabilidad de los activos de los sistemas bancarios europeos y variación desde 2010

(porcentajes)



Fuente: Datos bancarios consolidados del BCE.

Notas: Los datos se refieren a grupos bancarios nacionales, entidades de crédito independientes (no integradas en ningún grupo bancario), así como filiales y sucursales bajo control extranjero, con independencia de las normas contables aplicadas [NIIF o principios de contabilidad generalmente aceptados (PCGA) nacionales]. En el caso de Croacia, las barras representan la variación entre 2013 y el segundo trimestre de 2017.



Junto con la evolución de los modelos de negocio y los avances en el sector *fintech*, el ciberriesgo sistémico se ha convertido en una amenaza cada vez más importante para el sistema bancario de la UE. El mayor uso de las tecnologías de la información en la banca exige una respuesta prudencial oportuna y adecuada. Las autoridades microprudenciales ya han intensificado sus esfuerzos y están ajustando sus procesos con el fin de asegurar que los ciberriesgos se consideran de forma apropiada al evaluar cada entidad. Para analizar y abordar los ciberriesgos sistémicos, en 2017, la JERS creó un grupo de trabajo específico (véase recuadro 2).

Recuadro 2

Vigilancia de riesgos: análisis de ciberriesgos sistémicos

En los últimos años, la amenaza de ciberataques se ha incrementado. Los ciberataques pueden alterar o interrumpir el funcionamiento de servicios financieros importantes para la economía real y/o el sistema financiero y, en casos extremos, pueden llegar a poner en peligro la estabilidad financiera.

Los ciberataques siguen aprovechándose de las vulnerabilidades de las personas, los procesos y la tecnología. Por ello, varias líneas de trabajo internacionales están tratando de abordar estas debilidades en las empresas y en el sector financiero en su conjunto. Los miembros de la JERS participan en diversos foros y adoptan medidas a nivel interno, con distintas aproximaciones a la ciberseguridad y diferentes niveles de avance en las políticas.

Una vez concluidas las discusiones a principios de 2017, la JERS creó un nuevo grupo de trabajo europeo de ciberriesgo sistémico (European Systemic Cyber Group, ESCG). Este grupo ofrece a sus miembros la oportunidad de analizar las políticas actuales y (en la medida de lo posible) compartir información actualizada sobre nuevas iniciativas internacionales en este ámbito.

La función del ESCG es promover el debate y el intercambio de conocimientos sobre ciberseguridad entre los miembros de la JERS en el marco del conjunto del sistema.

Reconociendo que los ciberataques suelen considerarse una amenaza exógena, el ESCG se centró de manera más específica en las vulnerabilidades. Así pues, como parte de su plan de trabajo futuro, este grupo propuso las siguientes actividades:

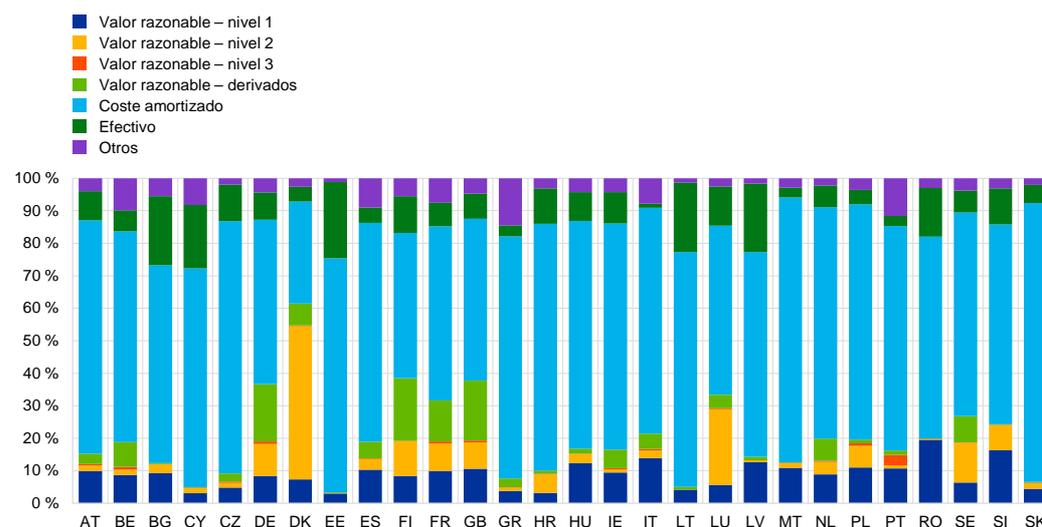
1. poner en común y analizar las vulnerabilidades comunes en el ámbito de la ciberseguridad identificadas por los miembros de la JERS en la supervisión de sus entidades, así como entender los métodos empleados por cada miembro para identificar y evaluar esas vulnerabilidades;
2. comparar cómo los miembros de la JERS se forjan una opinión acerca de las vulnerabilidades que afectan al conjunto del sistema y llegar a un entendimiento común sobre la manera de identificar canales directos e indirectos de contagio de una perturbación operativa y las condiciones necesarias para que un ciberriesgo adquiriera un carácter sistémico;
3. identificar, priorizar y comunicar las deficiencias comunes detectadas en las distintas instituciones miembros de la JERS al Comité Técnico Consultivo y/o a la Junta General, y
4. cuando proceda, analizar los trabajos internacionales relevantes que se estén realizando en otros foros con el fin de concienciar al respecto y minimizar la duplicidad de esfuerzos.



Los riesgos y vulnerabilidades en los balances de las entidades de crédito también pueden materializarse en los instrumentos financieros que deben valorarse por su valor razonable, pero para los que los precios de mercado no son directamente observables (instrumentos de nivel 2 y 3). Entre los riesgos potenciales se incluyen errores de valoración, en particular de activos y pasivos de nivel 3, que pueden afectar a la solvencia de las entidades de crédito, y la posible falta de liquidez de esos instrumentos en momentos de tensiones financieras⁵. Actualmente, los activos de nivel 2 y 3 a valor razonable, excluidos derivados, representan el 7,8 % y el 0,5 %, respectivamente, del balance agregado de las entidades de crédito de la UE (véase gráfico 12). Los derivados suponen el 11,7 % de los activos totales y la mayor parte están clasificados como activos de nivel 2. En el caso de los sistemas bancarios de varios países, Francia, Alemania y Reino Unido entre ellos, así como en el de algunas entidades individuales, estos porcentajes son más elevados.

Gráfico 12
Activos financieros a valor razonable: desglose de los activos totales de los sectores bancarios de la UE

(porcentaje de los activos totales)



Fuente: *Financial stability implications of IFRS 9, JERS, julio de 2017*; datos basados en información supervisora de la EBA.
Nota: Los datos corresponden al cuarto trimestre de 2016 y cubren 190 grupos bancarios de la UE con unos activos totales que ascienden a cerca de 30 billones de euros y que representan alrededor del 90 % de los activos totales de las entidades de crédito de la UE.

Las empresas de seguros y los fondos de pensiones de la UE siguieron siendo vulnerables al entorno de bajos tipos de interés durante el período analizado. En el caso de los fondos de pensiones de prestación definida y de las empresas de seguros de vida, la duración de los pasivos suele ser mayor que la de los activos. Por lo tanto, el contexto actual de tipos de interés reducidos hace que a estas instituciones les resulte difícil obtener rentabilidades sobre los activos suficientemente altas como para hacer frente a los valores garantizados de los pasivos a largo plazo o cumplir los compromisos de prestaciones contraídos con los partícipes de los fondos de

⁵ Los instrumentos de nivel 2 están sujetos a estos riesgos, pero en menor medida, ya que una gran parte son instrumentos estandarizados y se compensan de forma centralizada.

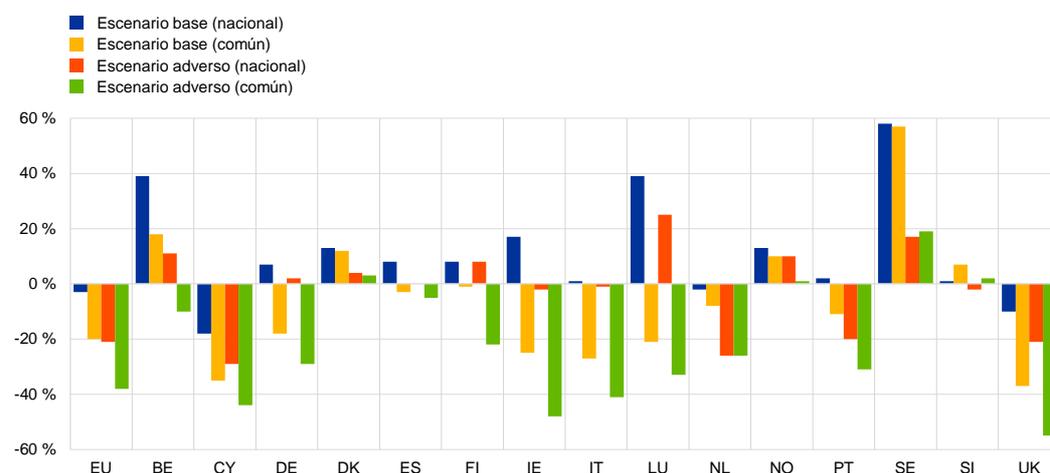


pensiones. Además, un aumento de las primas de riesgo (véase el riesgo 1) normalmente reduciría el valor de los fondos propios de las empresas de seguros y los fondos de pensiones, acentuando la vulnerabilidad de este sector. A modo de ejemplo, en la prueba de resistencia de 2017 de los fondos de pensiones de empleo realizada por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, en sus siglas en inglés) se detectó una brecha superior a 700 mm de euros entre los activos y los pasivos a escala del sistema de la UE, equivalente a un déficit del 38 % de pasivos en el escenario adverso, utilizando una metodología común de valoración de los pasivos (véase gráfico 13)⁶. Además, para la mayoría de las instituciones que participaron en la prueba, es probable que la forma más adecuada de abordar estas diferencias sea a través del apoyo de entidades patrocinadoras, lo que podría dar lugar a efectos de segunda vuelta no deseados en el sector empresarial de la UE.

Gráfico 13

Ratio de financiación de los fondos de pensiones de prestación definida y de los fondos de pensiones mixtos

(porcentaje de pasivos)



Fuente: Prueba de resistencia de 2017 de los fondos de pensiones de empleo efectuada por la EIOPA.

Notas: La ratio de financiación se define como la diferencia entre los activos totales y los pasivos totales, divididos por los pasivos totales. Las cifras excluyen el apoyo de entidades patrocinadoras, los fondos de protección de las pensiones y las reducciones de prestaciones.

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

Pese a los significativos esfuerzos de desapalancamiento realizados en algunos países de la UE, el endeudamiento de los sectores soberano, empresarial y de hogares continuó siendo elevado en varios de ellos (véase gráfico 14). Los mercados de deuda soberana se mantuvieron en relativa calma durante el período analizado, como reflejaron los niveles bastante bajos de los rendimientos y los diferenciales de la deuda soberana en la mayoría de los Estados miembros de la UE, en comparación con las cotas alcanzadas en el punto álgido de la crisis de la

⁶ Véase **2017 IORP Stress Test Report**, EIOPA, diciembre de 2017.

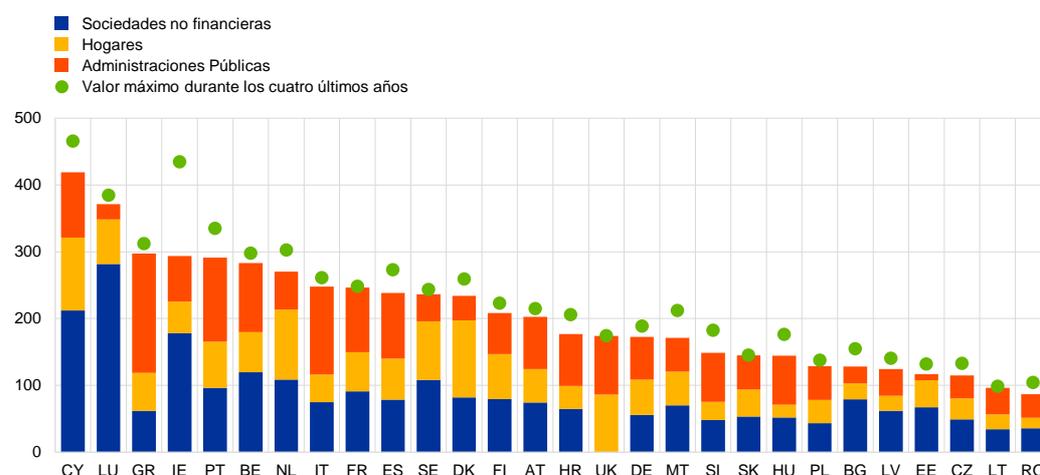


deuda soberana de la zona del euro en 2012. No obstante, habida cuenta del elevado volumen de deuda de los sectores público y privado no financiero en varios países de la UE heredado de las crisis financiera global y de deuda soberana en la zona del euro, un escenario de aumento de los tipos de interés, por ejemplo como resultado de un incremento de las primas de riesgo (véase el riesgo 1), podría poner en peligro la sostenibilidad de la deuda y, en consecuencia, la estabilidad financiera.

Gráfico 14

Ratios de deuda en relación con el PIB de los sectores público y privado

(porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y Comisión Europea.

Notas: Las ratios de deuda en relación con el PIB de las sociedades no financieras se basan en cifras consolidadas de deuda. Las fuentes utilizadas no incluyen datos consolidados de la deuda de las sociedades no financieras del Reino Unido. Datos correspondientes al cuarto trimestre de 2017.

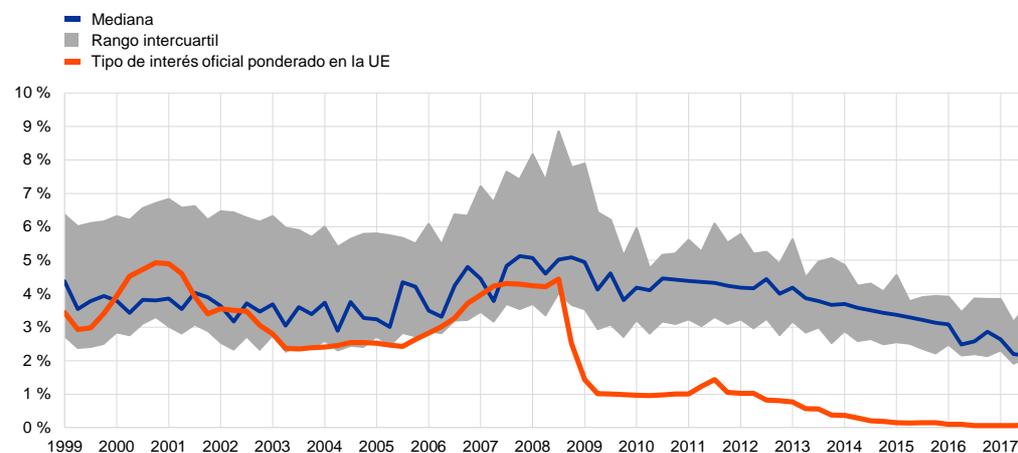
El crecimiento excesivo del crédito y del apalancamiento del sector privado no financiero fue la causa de numerosos episodios anteriores de inestabilidad financiera.

La evidencia muestra que las ratios de NPL tendieron a ser más elevadas en los países de la UE que registraron aumentos considerables de las ratios de deuda en relación con el PIB de los hogares y las sociedades no financieras en los años que precedieron a la crisis. Aunque se observaron algunos avances en los procesos de desapalancamiento, el endeudamiento de estos dos sectores ha seguido siendo notable en muchos países de la UE, y en la mayoría de los casos sigue estando por encima de los niveles previos a la crisis. Además, la capacidad de los hogares para atender el pago de su deuda, medida como la ratio entre los pagos de intereses y la renta bruta disponible, mejoró solo de forma paulatina, pese al entorno de bajos tipos de interés y a la mejora del crecimiento (véase gráfico 15). Dadas las expectativas de aumento gradual de los tipos, dicha capacidad podría verse sometida a presiones con rapidez, lo que también dependería de la medida en que se concedan préstamos a tipo de interés variable o fijo. Esto podría generar vulnerabilidades para la estabilidad financiera en forma de aumento de los préstamos con incumplimientos, que perjudicarían directamente a los intermediarios financieros, y de efectos indirectos en el sector financiero en caso de que el sector privado reduzca la demanda agregada de crédito con el fin de desapalancarse.



Gráfico 15
Ratio pagos de intereses/renta de los hogares

(porcentajes)



Fuentes: Cuentas trimestrales por sectores del BCE y cálculos de la JERS.

Notas: Los datos sobre pagos de intereses y renta bruta disponible de los hogares incluyen a Austria, Bélgica, República Checa, Alemania, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Reino Unido, Grecia, Croacia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal y Suecia. La renta bruta disponible se presenta como un índice en el que I TR 1999 = 100. El tipo de interés oficial ponderado en la UE es una media ponderada por el PIB de los tipos de interés de las operaciones principales de financiación (o su equivalente) de los países incluidos en la muestra. Datos no desestacionalizados ni deflactados.

El riesgo de tensiones fiscales en el corto plazo disminuyó de forma significativa en comparación con los primeros años de la crisis, pero a medio plazo persisten considerables riesgos para la sostenibilidad de la deuda soberana.

En conjunto, la deuda pública de la UE siguió descendiendo en 2017 y en el tercer trimestre se situó en el 83 % del PIB, desde un máximo del 88 % del PIB en 2014, descenso que se vio favorecido por la continuación de la recuperación económica, el entorno de bajos tipos de interés y unas políticas fiscales estables en líneas generales. Sin embargo, la Comisión Europea consideró que los riesgos para la sostenibilidad de la deuda soberana en el medio plazo son elevados en diez países de la UE⁷. En varios de estos países, los ratios de deuda se estabilizaron o incluso volvieron a aumentar durante el año pasado. Por otra parte, la actual fragmentación política en algunos Estados miembros podría desbaratar los esfuerzos orientados a emprender reformas estructurales, constituir colchones fiscales y reducir la deuda pública. Estas fragilidades exponen a los países con altos niveles de endeudamiento, en particular, a perturbaciones adversas.

Si se producen tensiones soberanas, las instituciones financieras se ven directamente afectadas a través de sus carteras de deuda soberana, lo que podría generar una espiral adversa entre emisores soberanos similares a las observadas en el pasado.

Entre los efectos directos de tales tensiones se incluirían pérdidas en sus carteras de negociación como consecuencia de la valoración a precios de mercado, reducciones de los balances, pérdidas resultantes de la venta de valores a precios más reducidos, y disminución del valor de las garantías disponibles para acceder a los mercados de financiación mayorista. Con todo, se realizaron avances regulatorios para romper las vías de contagio entre el sector bancario y los

⁷ Véase **Debt Sustainability Monitor 2017**, Institutional Paper 071, Comisión Europea, enero de 2018.



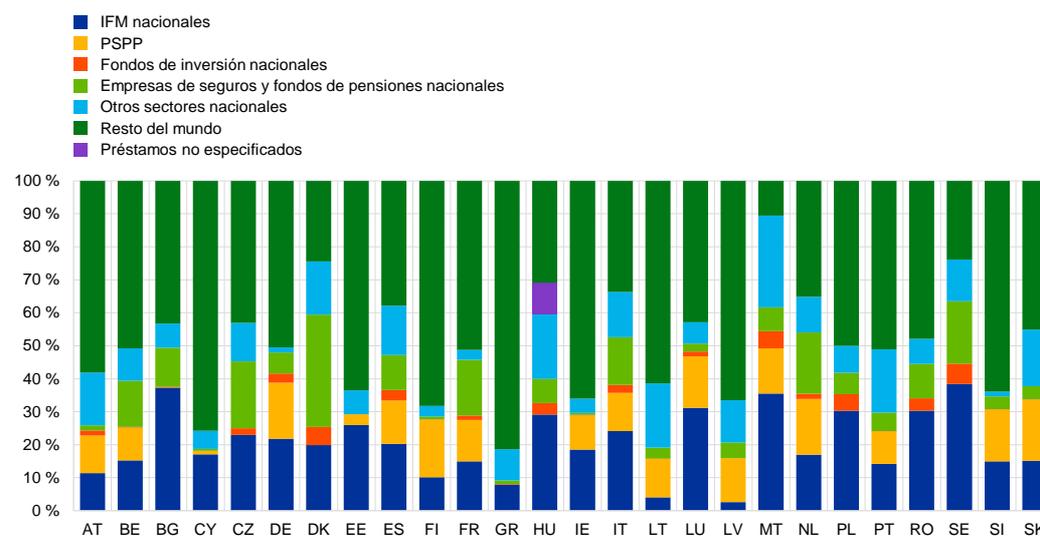
emisores soberanos, por ejemplo, incrementando la capacidad de resistencia de los bancos mediante la implementación de las normas de Basilea III, incluido un aumento del capital regulatorio (véase la subsección 1.2 anterior), y estableciendo procedimientos de resolución y de recapitalización interna en la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria. El canal de contagio directo de los emisores soberanos a los bancos todavía debe abordarse mediante normativa.

Las entidades de crédito, los fondos de inversión y las empresas de seguros y fondos de pensiones siguieron manteniendo un volumen considerable de deuda soberana nacional.

En el gráfico 16 se muestra la base inversora de la deuda soberana de los países de la UE en 2017. En promedio, el 20 % de la deuda soberana nacional estaban en poder del sector bancario doméstico, mientras que las tenencias de las aseguradoras y los fondos de pensiones nacionales representaban el 9 % y, como consecuencia del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) del Eurosistema, los bancos centrales poseían el 12 % de la deuda de los países de la zona del euro. En promedio, el 49 % de la deuda emitida por los países europeos está en manos de inversores extranjeros.

Gráfico 16
Base inversora de la deuda soberana, por país emisor

(porcentajes)



Fuentes: Cuentas trimestrales por sectores del BCE y cálculos de la JERS.

Notas: El gráfico muestra los porcentajes de inversores de la suma del saldo vivo de valores representativos de deuda y préstamos en el segundo trimestre de 2017. «IFM» se refiere a las instituciones financieras monetarias, incluidos bancos centrales, excluida la deuda soberana adquirida por el Eurosistema en el marco del PSPP.

El sector financiero redujo su exposición a la deuda soberana durante el período de referencia, pero sus tenencias siguieron siendo elevadas en comparación con los niveles anteriores a la crisis.

La deuda soberana en poder de empresas de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión se mantuvo estable durante la mayor parte del año pasado. Las instituciones financieras monetarias (IFM) de la zona del euro continuaron reduciendo sus exposiciones durante el período analizado (véase gráfico 17). Después de registrar un máximo de 1.885 mm de euros en febrero de 2015, la deuda soberana mantenida por este sector comenzó a



disminuir. No obstante, esta evolución agregada oculta una dinámica heterogénea a nivel de países, ya que la deuda soberana en manos de IFM de varios países con altos niveles de endeudamiento solo experimentó un ligero descenso.

Gráfico 17

Tenencias de deuda soberana de la zona del euro por parte de IFM de la zona

(mm de euros)



Fuente: Estadísticas del BCE sobre partidas de los balances.

Notas: El gráfico muestra la serie temporal de las tenencias de deuda soberana de la zona del euro por parte de IFM (excluido el Eurosistema) de la zona en mm de euros. Las líneas verticales indican el comienzo de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años del BCE en diciembre de 2011 y del PSPP en marzo de 2015.

La persistencia de un elevado grado de sesgo nacional reflejó la actual fragmentación de los mercados europeos de deuda soberana. Aunque este sesgo se redujo durante el período analizado en la mayoría de los países y sectores financieros de la UE, la exposición de las entidades de crédito y las empresas de seguros y fondos de pensiones a la deuda soberana nacional, especialmente en los países con altos niveles de endeudamiento, siguió siendo importante. Esto podría reactivar las espirales adversas entre riesgo bancario y riesgo soberano que se observaron durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro si resurgiera la preocupación de los mercados sobre la solvencia de los países o de entidades significativas.

1.4 Vulnerabilidades del sistema bancario en la sombra y contagio al conjunto del sistema financiero

Durante 2017, el sistema bancario en la sombra de la UE creció en línea con el sistema financiero en su conjunto. La banca en la sombra de la UE ascendía a 42,2 billones de euros al final del tercer trimestre de 2017, aplicando una medida amplia que incluye todos los activos del sector financiero, excepto las entidades de crédito, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y las ECC (véase gráfico 18). Desde finales de 2016, esta medida amplia ha aumentado un 1,2 %, básicamente en consonancia con el crecimiento del conjunto del sistema financiero. Esto contrasta con la evolución observada en el período 2012-2015, en el que la tasa media de crecimiento interanual de esta medida amplia en la UE fue del 8,3 %, superando la

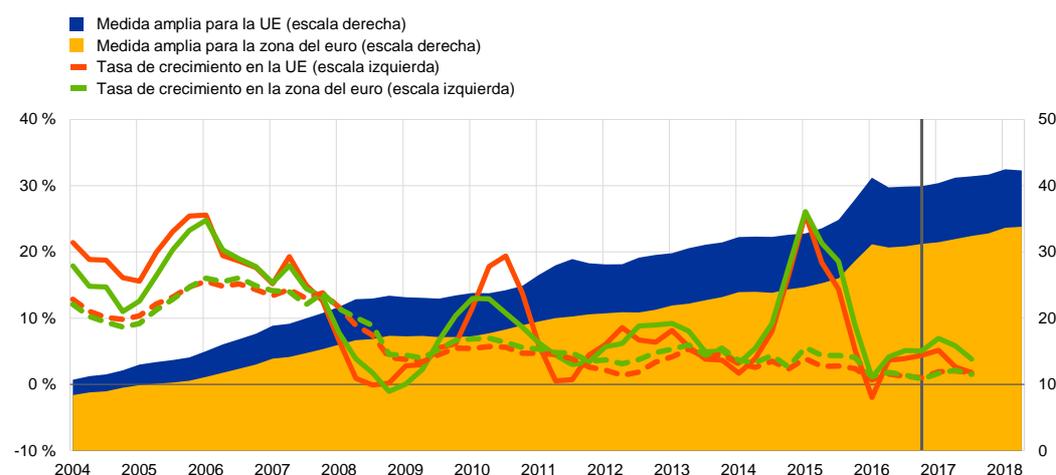


expansión del sector bancario y del sistema financiero en su conjunto. En el tercer trimestre de 2017, la medida amplia del sistema bancario en la sombra era de aproximadamente el 80 % del tamaño del sector bancario de la UE y representaba alrededor del 40 % del conjunto del sistema financiero de la UE.

Gráfico 18

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

(billones de euros y tasas de crecimiento interanual)



Fuente: JERS.

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 de los tipos de cambio u otras revalorizaciones y de las reclasificaciones estadísticas.

La JERS continuó desarrollando su capacidad para vigilar los riesgos de la banca en la

sombra y publicó el segundo número de su informe «EU Shadow Banking Monitor», ampliando su marco de vigilancia⁸. El informe incluía mejoras analíticas derivadas del uso de información supervisora y otras estadísticas como datos sobre tenencias de valores, fondos de inversión inmobiliaria, fondos de inversión cotizados (ETF, en sus siglas en inglés), fondos del mercado monetario (FMM) y fondos de inversión libre (*hedge funds*). La mejora del seguimiento basado en las entidades y del basado en las actividades facilita la identificación y evaluación de los principales riesgos y vulnerabilidades con origen en el sistema bancario en la sombra (para más detalles, véase recuadro 3).

Entre los riesgos identificados en el «Shadow Banking Monitor» se encontraban el riesgo de liquidez y los riesgos asociados al apalancamiento en determinados tipos de fondos de inversión.

Si los fondos de inversión no gestionan adecuadamente la transformación de liquidez y de plazos, algunos inversores pueden obtener ventajas competitivas, provocando fugas de liquidez y presiones de venta en épocas de tensión. Esto puede revestir especial importancia para algunos fondos de inversión inmobiliaria, fondos de renta fija u otros fondos que invierten en activos menos líquidos con posibilidad de reembolso diario por parte de los inversores. El apalancamiento al que

⁸ Véase **EU Shadow Banking Monitor**, n.º 2, JERS, mayo de 2017.



recurren estos fondos también puede ser una fuente de riesgo sistémico, especialmente en caso de producirse un desapalancamiento brusco, lo que podría generar efectos de desbordamiento al conjunto del sistema financiero.

La diversidad de modelos de negocio existentes en el sector de fondos de inversión hizo necesaria la realización de una evaluación más detallada de los riesgos subyacentes para la estabilidad financiera. Por ejemplo, es importante tener en cuenta las diferencias en la gestión de la liquidez y otras técnicas de mitigación del riesgo al analizar el riesgo de liquidez en los fondos de inversión. Este sector suele disponer de diversos instrumentos de gestión de la liquidez para afrontar situaciones normales, pero también excepcionales, de reembolso por parte de los inversores. Aunque la normativa de la UE establece cierta armonización entre jurisdicciones, existen diferencias en los instrumentos de gestión de la liquidez que los gestores de fondos pueden usar en los distintos Estados miembros. En consecuencia, la JERS ha llevado a cabo un ejercicio de clasificación para entender mejor la disponibilidad de este tipo de instrumentos en los distintos países. Este ejercicio se utilizó como referencia en la recomendación de la JERS para abordar riesgos sistémicos relacionados con desequilibrios de liquidez y el recurso al apalancamiento por parte de los fondos de inversión que se considera con más detalle en la sección 2.

Otro riesgo identificado en el «Shadow Banking Monitor» está relacionado con la interconexión y el riesgo de contagio entre sectores y dentro del sistema bancario en la sombra. La interconexión de las entidades de crédito europeas con el sistema bancario en la sombra es muy estrecha, y podrían generarse vulnerabilidades como resultado, por ejemplo, de reembolsos considerables y repentinos por parte de inversores en fondos del mercado monetario y en otros fondos de inversión que podrían desembocar en la venta de valores representativos de deuda bancarios y en un aumento del coste de la financiación mediante deuda a corto y a largo plazo para el sector bancario. En cambio, las entidades financieras no bancarias están expuestas a las vulnerabilidades del sector bancario a través de los depósitos que mantienen en los bancos y de las exposiciones a valores emitidos por este sector.

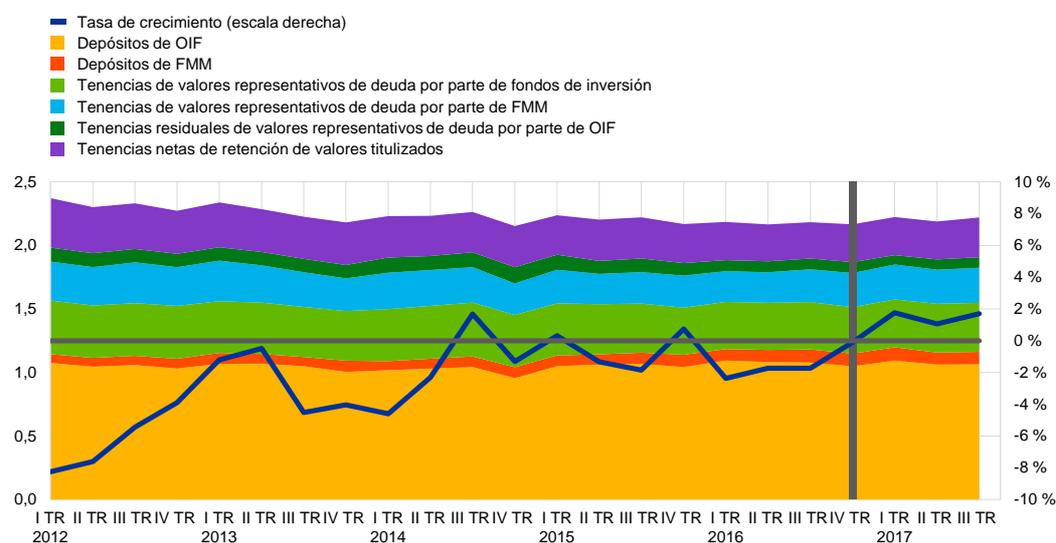
La JERS siguió examinando los vínculos entre sectores. La interconexión entre las entidades de crédito y las entidades que realizan actividades de banca en la sombra a través de exposiciones directas o indirectas (incluidos vínculos de propiedad) puede amplificar los riesgos para la estabilidad financiera. Los bancos están altamente interrelacionados con entidades incluidas en la medida amplia de la banca en la sombra. Por ejemplo, el 8 % de los activos bancarios de la zona del euro están vinculados a fondos de inversión y a otras instituciones financieras de la zona a través de préstamos, valores representativos de deuda y de renta variable, o participaciones en fondos de inversión. Por lo que respecta al pasivo de los balances bancarios, el 7 % de los pasivos de las entidades de crédito de la zona del euro, que incluyen la financiación mayorista, son depósitos de fondos de inversión y de OIF de la zona. El análisis de la participación de las entidades en actividades de banca en la sombra sugiere que las sociedades instrumentales (FVC, en sus siglas en inglés), las entidades de propósito especial y los fondos del mercado monetario están particularmente interrelacionados con el sistema bancario. Los establecimientos financieros de crédito, los fondos de inversión inmobiliaria y los ETF también presentan algunos vínculos con el sector bancario.



La interrelación entre las entidades de crédito y las entidades que les proporcionan financiación se intensificó, principalmente a través de un acusado aumento de las tenencias de deuda bancaria por parte de fondos del mercado monetario de la zona del euro. Una medida de la financiación bancaria mayorista mostró que la financiación proporcionada por instituciones financieras no bancarias se incrementó en el tercer trimestre de 2017 (véase gráfico 19)⁹. Queda por ver si este incremento señala el inicio de una reversión de la tendencia de largo plazo de declive de la financiación mayorista. El reforzamiento de la legislación de la UE relativa a los fondos del mercado monetario ha aumentado la confianza en que haya disminuido la probabilidad de que se produzcan tensiones en este sector y, por consiguiente, también en que se haya reducido el riesgo de contagio al sector bancario.

Gráfico 19
Financiación mayorista proporcionada por entidades que realizan actividades de banca en la sombra

(billones de euros y tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: BCE y cálculos de la ESMA.

Notas: La medida de la financiación mayorista es la suma de la financiación de las IFM procedentes de titulizaciones, los depósitos de fondos de inversión, FMM y OIF en IFM de la zona del euro y los valores representativos de deuda emitidos por IFM de la zona del euro en poder de fondos de inversión, FMM y OIF. «Tenencias residuales de valores representativos de deuda por parte de OIF» refleja la diferencia entre el conjunto del sector financiero y los subsectores que figuran en las cuentas financieras estadísticas (esto es, activos del sector bancario, empresas de seguros, fondos de pensiones, sociedades instrumentales, fondos de inversión y FMM). La última observación corresponde al tercer trimestre de 2017.

También pueden acumularse vulnerabilidades en entidades sobre las que no se dispone de información estadística de forma inmediata. Estas lagunas de información limitan la capacidad para efectuar un seguimiento estrecho de las actividades bancarias en la sombra, siendo este el motivo por el que es necesario realizar esfuerzos adicionales para cerrar estas lagunas. Por otra parte, a fin de obtener una visión del tipo de entidades que llevan a cabo estas actividades es

⁹ La medida refleja la financiación bancaria mediante titulizaciones, depósitos bancarios de fondos de inversión, fondos del mercado monetario y otras instituciones financieras, así como sus tenencias de deuda bancaria. En comparación con el «EU Shadow Banking Monitor» de 2016, la medida de la financiación mayorista se ha revisado para excluir las titulizaciones retenidas e incluir los depósitos de otras instituciones financieras en IFM de la zona del euro. La serie temporal histórica de la medida también se ha revisado.



importante recopilar regularmente información más detallada sobre las operaciones y las exposiciones transfronterizas. Los nuevos marcos de presentación de información de la UE pueden utilizarse, por ejemplo, para analizar el uso de derivados y de operaciones de financiación de valores por parte de entidades financieras no bancarias.

Para reducir las interconexiones en el sistema financiero en su conjunto y aumentar la transparencia, las reformas acometidas después de la crisis impusieron la obligación de compensación y de notificación de las operaciones con derivados a los registros de operaciones. Las ECC reducen las interconexiones en el sistema financiero al moderar el riesgo de contraparte y ofrecer oportunidades de neteo multilateral. Estas entidades se interponen entre las partes iniciales de los contratos y actúan como compradoras frente a todo vendedor y como vendedoras frente a todo comprador. En consecuencia, asumen los derechos y obligaciones asociados a estos contratos y cumplen una importante función de gestión del riesgo de contraparte. Después de introducir la obligación de compensación centralizada para determinados contratos de derivados OTC (estandarizados y líquidos) en las principales jurisdicciones y de observarse una mayor preferencia de los participantes en el mercado por garantizar sus operaciones, las ECC se han convertido en nodos clave del sistema financiero. Es probable que la compensación centralizada se incremente en los próximos años, impulsada por aumentos de los márgenes en las operaciones que no se compensan de forma centralizada y por la entrada en vigor gradual de la compensación centralizada obligatoria para otras categorías de contrapartes y de derivados en la UE.

Es fundamental entender la estructura de la compensación centralizada, incluidos los miembros compensadores y sus clientes. Por ejemplo, según un análisis reciente de datos sobre operaciones con derivados, la estructura del mercado de derivados de tipos de interés en la UE depende no solo de los enlaces directos entre ECC y sus miembros compensadores, sino también de los efectos indirectos que las actividades de estas entidades pueden tener en los clientes de los miembros compensadores¹⁰. Así, los requerimientos de márgenes y de recortes de valoración fijados por las ECC pueden ser procíclicos y podrían transmitirse de los miembros compensadores a sus clientes¹¹. Por consiguiente, es necesario considerar todo el entorno de la compensación para obtener una visión más completa de las interconexiones en el sistema financiero.

Recuadro 3

Desarrollo del marco de vigilancia de riesgos del sector financiero no bancario

La JERS desarrolló el marco de vigilancia de los riesgos del sector financiero no bancario. El sector financiero no bancario que considera la JERS incluye empresas de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión (incluidos FMM), OIF y ECC. Aunque el marco de vigilancia continuó mejorándose, la falta de datos detallados en algunos segmentos del sector financiero no bancario y sobre ciertas actividades siguió planteando retos.

¹⁰ Véase P. Fiedor, S. Lapschies y L. Országhová, **Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market**, *Working Paper Series*, n.º 54, JERS, septiembre de 2017.

¹¹ Véase **ESRB response to the ESMA consultation on draft guidelines on anti-procyclicality margin measures for CCPs**, JERS, febrero de 2018.



Dentro de este marco de vigilancia, la JERS publicó el segundo «EU Shadow Banking

Monitor». Esta publicación es un elemento clave del marco de la JERS para monitorizar los riesgos del sector financiero no bancario. El informe incluye parámetros para el seguimiento de los riesgos y las vulnerabilidades, identifica lagunas de información que han de eliminarse y sirve de referencia en los debates a nivel europeo orientados a prevenir o mitigar los riesgos para la estabilidad financiera. En este informe se pusieron de relieve diversos riesgos y vulnerabilidades que requieren vigilancia, entre ellos: i) el riesgo de liquidez y los riesgos asociados con el apalancamiento en algunos tipos de fondos de inversión; ii) la interconexión y el riesgo de contagio entre sectores y dentro del sistema bancario en la sombra; iii) la prociclicidad, el apalancamiento y el riesgo de liquidez resultantes de la utilización de derivados y de operaciones de financiación de valores, y iv) las vulnerabilidades detectadas en algunas partes del sector de OIF en las que las importantes lagunas de información existentes dificultan la evaluación de los riesgos. Mediante la utilización de una amplia variedad de fuentes de datos, el marco introdujo la vigilancia basada tanto en las entidades como en las actividades.

La JERS publicó nuevos indicadores en su cuadro de riesgos para vigilar la evolución de las ECC y las empresas de seguros.

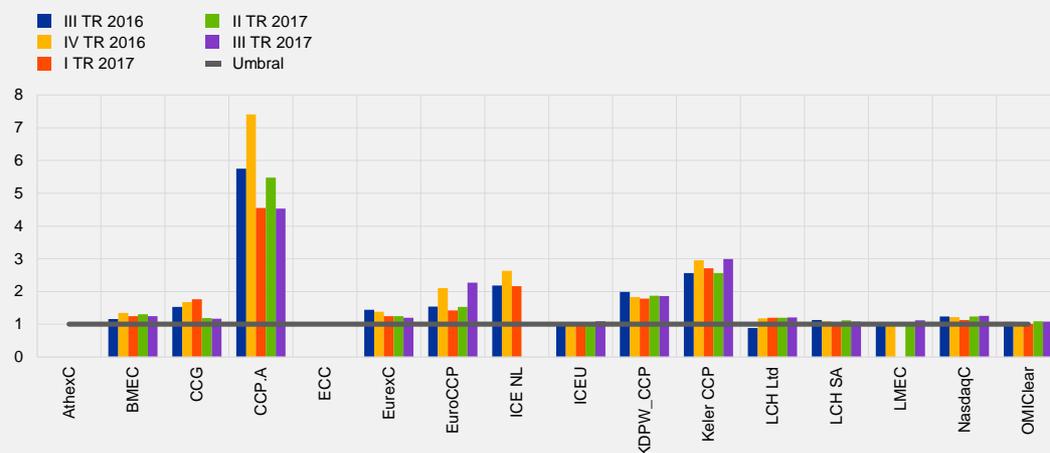
Para realizar el seguimiento de las ECC, la JERS elaboró un conjunto de indicadores basados en datos del marco de divulgación de información cuantitativa (*public quantitative disclosure*, PQD) del Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), y en julio de 2017 celebró un seminario sobre este marco en la sede de la ESMA en el que propuso indicadores para el seguimiento de las ECC. El objetivo del seminario era recabar las opiniones de los reguladores, los supervisores y los participantes en el mercado acerca de estos indicadores y del conjunto de datos subyacentes. Los indicadores elaborados por la JERS tienen por finalidad ofrecer una perspectiva macroprudencial a lo largo del tiempo de los recursos, las políticas de liquidez y de activos de garantía, los requerimientos de márgenes y recortes de valoración, y los acuerdos de interoperabilidad entre ECC, así como de la estructura y la concentración del mercado de estas entidades. El gráfico A muestra el nivel de colateralización de los miembros participantes de las ECC. Los valores superiores a la unidad (representada por una línea continua de color gris) indican sobrecolateralización, y los valores inferiores a la unidad, infracolateralización. Este y otros indicadores relativos a las ECC publicados en el cuadro de riesgos se describen más detalladamente en un documento ocasional¹². En cuanto a las empresas de seguros, la JERS está incluyendo gradualmente en este cuadro indicadores basados en el nuevo marco de Solvencia II. Entre los desarrollos más recientes está la integración de indicadores de Solvencia II que reflejan la calidad del capital y crediticia de las carteras de renta fija de las empresas de seguros.

¹² Véase E. Alfranseder, P. Fiedor, S. Lapschies, L. Országhová y P. Sobolewski, **Indicators for the monitoring of central counterparties in the EU**, *Occasional Paper Series*, n.º 14, JERS, marzo de 2018.



Gráfico A Colateralización de las ECC

(ratios)



Fuentes: Apartados 6.1.1, 6.2.15 y 20.2.1 del PQD (para CC&G) y cálculos de la JERS.

Notas: El gráfico A representa el margen inicial total en relación con el margen inicial total exigido. En el caso de LMEC, no se dispone de datos del primer trimestre de 2017 para el apartado 6.2.15 del PQD y, en el de ICE NL, del segundo y tercer trimestre de 2017 para los apartados 6.1.1 y 6.2.15 del PQD. AthexC y ECC no han aportado datos o los han comunicado en un formato que no permite su análisis. En cuanto a CC&G, el apartado 20.2.1 se ha sumado al apartado 6.2.15 del PQD a partir del tercer trimestre de 2016, ya que los datos no incluyen el margen inicial resultante de los acuerdos de interoperabilidad en el apartado 6.2.15 del PQD. Los datos relativos a los servicios de compensación segregados se han agregado en una estructura única. Cada barra representa un trimestre.

La JERS continuó con su trabajo analítico sobre los datos de los registros de operaciones con derivados. Tras la reforma regulatoria internacional de los mercados de derivados, los detalles relativos a las operaciones efectuadas con estos instrumentos han de notificarse a los registros de operaciones. El Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR) otorga a la JERS acceso al conjunto completo de información de toda la UE, con aproximadamente cien millones de nuevos datos cada día.

Aprovechando la riqueza de la información que proporcionan estos datos, la JERS ha publicado cinco trabajos de investigación centrados en aspectos específicos de estos mercados dentro de la serie Documentos de Trabajo (para más información, consúltese el anexo). En estos trabajos se presentan análisis exhaustivos sobre temas diversos: i) la compresión de carteras de derivados (técnica de post-negociación cada vez más utilizada por los participantes en el mercado para reducir sus exposiciones brutas)¹³; ii) un análisis de redes del mercado de derivados de tipos de interés compensados de forma centralizada que constituye el primer análisis empírico utilizando datos de operaciones¹⁴; iii) un análisis de las posiciones en permutas de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) de las entidades de crédito frente a los préstamos sindicados¹⁵; iv) un

¹³ Véase M. D'Errico y T. Roukny, **Compressing over-the-counter markets**, Working Paper Series, n.º 44, JERS, mayo de 2017.

¹⁴ Véase P. Fiedor, S. Lapschies y L. Orszaghova, **Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market**, Working Paper Series, n.º 54, JERS, septiembre de 2017.

¹⁵ Véase I. Aldasoro y A. Barth, **Syndicated loans and CDS positioning**, Working Paper Series, n.º 58, JERS, noviembre de 2017.



análisis de la discriminación de precios en los mercados de derivados de divisas¹⁶, y v) un análisis de los incentivos para la compensación centralizada de derivados OTC¹⁷. De forma paralela, la JERS está avanzando hacia un seguimiento de los mercados de derivados exhaustivo, puntual y estructurado mediante el desarrollo de infraestructuras integrales de datos globales y novedosos métodos de análisis.

¹⁶ Véase H. Hau, P. Hoffmann, S. Langfield y Y. Timmer, **Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives**, *Working Paper Series*, n.º 61, JERS, diciembre de 2017.

¹⁷ Véase P. Fiedor, **Clearinghouse-Five: determinants of voluntary clearing in the European derivatives markets**, *Working Paper Series*, n.º 72, JERS, marzo de 2018.



2 Políticas para abordar el riesgo sistémico

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

En la subsección 2.1 se describen las recomendaciones emitidas o modificadas por la JERS en 2017, mientras que en la subsección 2.2 se explica su contribución al marco de política macroprudencial del sector bancario y del sector financiero no bancario. Por último, en la subsección 2.3 se presenta una descripción general de las medidas adoptadas por los Estados miembros durante el período analizado.

2.1 Políticas de la JERS

En esta subsección se describen las recomendaciones emitidas o modificadas por la JERS en 2017. En la subsección 2.1.1 se analizan las modificaciones del marco de reciprocidad de la JERS, mientras que en la subsección 2.1.2 se examina la aplicación de este marco durante el año. En la subsección 2.1.3 se explica la nueva Recomendación sobre los riesgos de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión.

2.1.1 Modificaciones del marco de reciprocidad de la JERS

En 2017, la JERS modificó su marco de reciprocidad para lograr una mayor armonización en la aplicación de umbrales de materialidad de conformidad con el principio de *minimis*. El marco de la JERS adoptado en diciembre de 2015 prevé la reciprocidad de las medidas basadas en la exposición al riesgo adoptadas por los Estados miembros¹⁸. A solicitud del Estado miembro que activa una medida macroprudencial, la JERS recomienda la reciprocidad de la medida a los otros 27 Estados miembros, si lo considera justificado. Estos podrán aplicar la reciprocidad, idealmente con la misma medida, y tienen la opción de eximir únicamente a los proveedores de servicios financieros que no tengan exposiciones importantes frente al Estado miembro que la solicita (principio de *minimis*). Para evitar posibles divergencias en la aplicación del principio de *minimis* por parte de los Estados miembros, en 2017 la JERS modificó su marco de reciprocidad mediante la Recomendación JERS/2017/4 con vistas a conseguir una mayor armonización de las exenciones realizadas con arreglo a este principio¹⁹. Al mismo tiempo, al mandato de la JERS en el ámbito de la reciprocidad se añadió la nueva función de validar el umbral de materialidad.

¹⁸ La reciprocidad tiene por objeto extender la aplicación de las medidas adoptadas en un Estado miembro a las sucursales de entidades de crédito extranjeras y a las entidades que prestan servicios transfronterizos directamente. La reciprocidad de las medidas basadas en la exposición al riesgo —que se centran en las exposiciones, y no en entidades específicas— es importante para asegurar que los riesgos reciban el mismo tratamiento, con independencia de la entidad de crédito y del país que tenga el riesgo. Para obtener más información sobre el marco de reciprocidad, véanse la **Recomendación JERS/2015/2** sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial y el artículo B titulado «The ESRB's reciprocity framework – its first year of implementation» en **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016**.

¹⁹ **Recomendación JERS/2017/4** 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 (DO C 431 de 15.12.2017, p. 1).



Las autoridades de la jurisdicción que adopte la reciprocidad tienen discrecionalidad para aplicar el principio de *minimis* a los proveedores de servicios financieros que no tienen exposiciones materiales al riesgo identificado en la jurisdicción que activa la medida y eximirlos de adoptar dicha medida. El nuevo marco prevé que el Estado miembro que active una medida proponga un umbral de materialidad máximo a nivel de entidad, es decir, un umbral cuantitativo por debajo del cual se puede considerar que la exposición de un proveedor de servicios financieros determinado al riesgo macroprudencial identificado no es material.

Como primer valor orientativo, se considera apropiado un umbral de materialidad del 1 % de la exposición total al riesgo de la entidad en la jurisdicción que activa la medida. Los Estados miembros deberían asegurarse de que el cálculo incluya todas las actividades transfronterizas realizadas directamente y a través de sucursales ubicadas en la jurisdicción que activa la medida. Cuando haya muchas entidades de crédito con pequeñas exposiciones, pero que a nivel agregado deparen una exposición material, podría ser necesario calibrar el umbral por debajo del valor orientativo del 1 %. Además, con independencia de la plena discrecionalidad del país para establecer y calibrar el umbral de manera que su propia estabilidad financiera quede protegida, se pueden seleccionar umbrales más bajos para sectores bancarios y mercados que estén estrechamente vinculados a sectores y mercados de otros Estados miembros y que, por consiguiente, son de importancia sistémica para la UE o para determinadas regiones.

El umbral de materialidad propuesto debe ser validado por la JERS. Si se considera que no es apropiado, se podrá proponer otro umbral que se incluirá en la modificación de la Recomendación JERS/2015/2 en la que se sugiere la aplicación recíproca de la medida. El umbral de materialidad deberá considerarse un límite máximo y las autoridades que apliquen la reciprocidad de la medida siempre podrán fijar uno más bajo o ninguno con el fin de reconocer la reciprocidad como una cuestión de principio.

2.1.2 Aplicación del marco de reciprocidad

En octubre de 2017, Finlandia solicitó la reciprocidad de una medida macroprudencial nacional con arreglo al artículo 458 del Reglamento sobre Requerimientos de Capital (RRC). La medida consiste en un nivel mínimo de ponderación media del riesgo del 15 %, a nivel de cartera, para los préstamos hipotecarios sobre inmuebles residenciales ubicados en Finlandia, que se aplica a las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB). La solicitud de reciprocidad de Finlandia estuvo motivada por la significativa cuota del mercado interno que poseen las sucursales de entidades extranjeras. Con arreglo al marco de reciprocidad modificado de la JERS, Finlandia propuso un umbral de materialidad de 1 mm de euros.

La JERS consideró que la solicitud era adecuada y, por tanto, emitió una recomendación de reciprocidad²⁰. La JERS examinó la solicitud de Finlandia y valoró el umbral de materialidad propuesto por el país. En enero de 2018, la JERS emitió una Recomendación sobre el reconocimiento de la medida finlandesa por parte de otras jurisdicciones pertinentes del Espacio

²⁰ Para incluir las medidas finlandesas en la lista de medidas para su aplicación recíproca, la JERS modificó la Recomendación JERS/2015/2 con la **Recomendación JERS/2018/1**.



Económico Europeo (EEE) y su aplicación a todas las entidades de crédito que operan a través de una sucursal o que prestan servicios directamente en Finlandia cuyas exposiciones al sector inmobiliario residencial de este país superan la cifra de 1 mm de euros.

La Recomendación de la JERS tiene un alcance más amplio, que no es tan limitado como el de la reciprocidad de las medidas nacionales prevista en el artículo 458 del RRC. 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 estas exposiciones exigiría la reciprocidad con medidas equivalentes (por ejemplo, medidas supervisoras) cuya implementación podría llevar más tiempo. Teniendo en cuenta estas limitaciones, la JERS concedió a los Estados miembros un plazo mayor para aplicar medidas equivalentes que en el caso de la reciprocidad con la misma medida. Asimismo, les dio la opción de no aplicar la reciprocidad cuando no haya entidades de crédito que utilicen el método IRB cuyas exposiciones a través de sus sucursales ubicadas en Finlandia o de exposiciones transfronterizas directas asciendan a 1 mm de euros o un valor superior. En este caso, se recomendaba a los Estados miembros que realizasen un seguimiento de la situación y aplicasen la reciprocidad si las exposiciones superaban el umbral de materialidad específico de 1 mm de euros.

2.1.3 Recomendación sobre los riesgos de liquidez y de apalancamiento de los fondos de inversión

La JERS publicó una recomendación para abordar los riesgos sistémicos relativos a los desajustes de liquidez y al uso del apalancamiento en los fondos de inversión. La recomendación, en la que se tienen en cuenta las iniciativas internacionales y europeas actualmente en curso acerca de la política macroprudencial en este ámbito, se dirige a la ESMA y a la Comisión Europea. Se centra en cinco áreas en las que la JERS cree necesario que la ESMA proporcione directrices a las autoridades competentes sobre la operacionalización de los elementos macroprudenciales del marco regulatorio actual y/o los cambios legislativos. La recomendación aboga por un marco proporcionado para gestionar los riesgos sistémicos que puedan surgir en el sector de fondos de inversión, o que este pueda propagar, que, al mismo tiempo, mantenga el atractivo de los fondos de inversión abiertos para los inversores y facilite la inversión colectiva.

La parte de la recomendación que se centra en los riesgos derivados de los desajustes de liquidez contempla los instrumentos de gestión de la liquidez, la vigilancia supervisora y las prácticas a seguir en las pruebas de resistencia de la liquidez. La JERS recomendó poner a disposición de las gestoras de fondos un conjunto más amplio de instrumentos de gestión de la liquidez para aumentar su capacidad para hacer frente a solicitudes de reembolso en situaciones de estrés de liquidez en el mercado. Dichas herramientas podrían incluir, entre otras, comisiones de reembolso y ajustes del valor liquidativo (*swing pricing*). Para mitigar y evitar desajustes de liquidez excesivos, los fondos de inversión alternativos abiertos que tienen un gran volumen de activos menos líquidos también deberían estar obligados a demostrar a los supervisores su capacidad para mantener su estrategia de inversión en una situación de estrés en el mercado. Con el fin de reducir el riesgo de liquidez y reforzar la capacidad de las entidades para gestionar la liquidez en el interés de los inversores, la JERS también recomendó que la ESMA elaborase más directrices sobre cómo deben llevar a cabo las pruebas de resistencia de la liquidez las gestoras de fondos.



Las recomendaciones que se centran en los riesgos de apalancamiento proponen mejorar la información y facilitar la operacionalización de las facultades de que disponen las autoridades para limitar el apalancamiento. La JERS recomendó establecer un marco armonizado de presentación de información en toda la UE para los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), de modo que las autoridades puedan seguir y valorar mejor su apalancamiento. También recomendó que la ESMA proporcione directrices sobre un marco de evaluación de los riesgos de apalancamiento y sobre el diseño, calibración y aplicación de los límites macroprudenciales al apalancamiento. Estas directrices facilitarían la aplicación del artículo 25 de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, que contempla una herramienta macroprudencial para limitar el apalancamiento en ese tipo de fondos.

2.2 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 2017. En la subsección 2.2.1 se resumen principalmente las actividades de la JERS en el ámbito de las pruebas de resistencia durante el período analizado, así como la respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre las obligaciones de información a efectos de supervisión. En la subsección 2.2.2 se analizan las aportaciones de la JERS a diversos instrumentos del sector bancario, mientras que la subsección 2.2.3 trata de su contribución al marco macroprudencial del sector no bancario.

2.2.1 General

a) Escenarios de pruebas de resistencia para las Autoridades Europeas de Supervisión

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 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 las pruebas de resistencia en la UE. En concreto, los reglamentos por los que se crean las 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, también mediante la realización de pruebas de resistencia²¹. 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. Durante el período analizado, la JERS facilitó los escenarios adversos para la prueba de resistencia del sector bancario llevada a cabo por la EBA y la prueba de resistencia del sector de seguros efectuada por la EIOPA, que se detallan a continuación. Los escenarios proporcionados por la JERS a principios de 2017 para la prueba de resistencia de los fondos de pensiones de empleo realizada por la EIOPA se describían en el Informe Anual de 2016 de la JERS.

La JERS facilitó el escenario macroeconómico adverso para la prueba de resistencia del sector bancario de la UE que se inició en enero de 2018. El escenario adverso refleja los cuatro riesgos sistémicos que la Junta General de la JERS considera que representan las amenazas más significativas para la estabilidad del sector financiero de la UE: i) un reajuste brusco y significativo de las primas de riesgo en los mercados financieros mundiales —provocado, por ejemplo, por un cambio de política esperado— que se traduzca en un endurecimiento de las condiciones financieras; ii) una retroalimentación negativa entre la escasa rentabilidad bancaria y el bajo crecimiento nominal, en un contexto de retos estructurales en el sector bancario de la UE; iii) dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de los sectores público y privado, en un entorno de posible reajuste de las primas de riesgo y de mayor fragmentación política, y iv) riesgos de liquidez en el sector financiero no bancario con posibles efectos de contagio al sistema financiero en general (véase en la sección 1 una descripción más detallada de estos riesgos). En el escenario adverso, se consideró que el primer riesgo sistémico era el más significativo de los cuatro y podría ser el desencadenante de los demás riesgos.

La JERS también diseñó una encuesta que acompaña a la prueba de resistencia de la EBA para comprender mejor los efectos de segunda vuelta derivados de la reacción colectiva de las entidades de crédito a una situación de tensión. Como la prueba de resistencia de la EBA no capta los efectos de segunda vuelta de una perturbación que afecta al sector bancario, la JERS elaboró una encuesta para entenderlos mejor. Al igual que en años anteriores²², la encuesta se envió a las 30 entidades de crédito más grandes de la UE y los resultados serán analizados después de que concluya la prueba de resistencia a finales de 2018.

La JERS también aportó dos escenarios adversos para la prueba de resistencia del sector de seguros de 2018 que realiza la EIOPA. Estos escenarios reflejan asimismo la valoración de la JERS de las fuentes actuales de riesgo sistémico para el sistema financiero de la UE. Además, se han diseñado para abordar dos vulnerabilidades clave del sector europeo de seguros: 1) por el lado del activo, dado que las empresas de seguros son grandes inversores en valores de renta fija pública y privada, valores de renta variable y activos inmobiliarios, son especialmente vulnerables al riesgo de una caída brusca de los precios mundiales de los activos, y 2) en cuanto a los pasivos,

²¹ Véanse el **Reglamento (UE) nº 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 nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión nº 2009/78/CE de la Comisión (DO L 331 de 15.12.2010, p. 12); el **Reglamento (UE) nº 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 nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión (DO L 331 de 15.12.2010, p. 48), y el **Reglamento (UE) nº 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 nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión (DO L 331 de 15.12.2010, p. 84).

²² **Informe Anual**, JERS, 2016.



los bajos tipos de interés sin riesgo aumentan el valor de los pasivos a largo plazo de las empresas de seguros, al tiempo que comprimen los márgenes entre las rentabilidades garantizadas de las pólizas de seguros de vida y las inversiones de bajo riesgo a largo plazo destinadas a cubrirlas. A diferencia de la prueba de resistencia del sector asegurador de la UE de 2016²³, en la que se calibró un escenario de doble impacto que abarcó las dos primeras vulnerabilidades a la vez, en 2018 se han diseñado dos escenarios diferentes que las abordan por separado.

b) Respuesta de la Secretaría de la JERS a la consulta de la Comisión Europea sobre la adecuación de la información supervisora («Fitness check on supervisory reporting»)

La Secretaría de la JERS publicó su respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la «adecuación» de la información requerida a efectos de supervisión del sector financiero.

La respuesta se basa en la experiencia adquirida en el desarrollo de infraestructuras de datos y métodos analíticos para hacer un seguimiento de los mercados de derivados OTC²⁴. La Secretaría de la JERS señaló en su respuesta cuatro pilares clave para la comunicación de información con fines de supervisión desde la perspectiva de la supervisión macroprudencial, a saber: 1) acceder a información detallada, puntual y de alta calidad; 2) respaldar la estandarización de los datos; 3) adoptar tecnologías para mejorar la eficiencia, y 4) aumentar la capacidad de seguimiento de la evolución de los distintos mercados, instrumentos y sectores.

En la respuesta se indicó que únicamente los datos con un elevado nivel de detalle pueden reflejar la complejidad de los sistemas financieros integrados. El seguimiento adecuado de dichos sistemas financieros requiere información puntual y de alta frecuencia. Los datos de alta calidad son un bien común que beneficia tanto a las entidades declarantes como a los supervisores.

Otro aspecto fundamental es seguir avanzando en la adopción de estándares internacionales. La recopilación de datos sobre las operaciones con derivados que exige el EMIR constituye un ejemplo claro de cómo la granularidad y la estandarización permiten aumentar la eficiencia de la presentación de información. Gracias al elevado nivel de granularidad de la información recopilada, las autoridades pueden acceder a datos muy detallados sin que sea necesario que las contrapartes de las operaciones con derivados presenten numerosos informes y respondan a solicitudes *ad hoc*. La granularidad y la estandarización aportan ventajas derivadas de las economías de escala y de alcance, lo que, a su vez, se refleja en unos costes más bajos y una mejor gestión del riesgo.

Las mejoras tecnológicas aumentan la capacidad de comprender los datos de manera puntual y eficaz, y contribuyen también a reducir costes. Asimismo, la adopción de tecnologías de *big data*, junto con el alto nivel de granularidad y la estandarización, mejorará la coherencia y la fiabilidad de los datos.

²³ **Scenario for the European Insurance and Occupational Pensions Authority's EU-wide insurance stress test in 2016**, JERS, 17 de marzo de 2016.

²⁴ El **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 («EMIR») obliga a notificar a los registros de operaciones los detalles de todas las operaciones con derivados realizadas por entidades de contrapartida de la UE. La JERS tiene pleno acceso a esta información detallada. Este organismo y sus miembros han sido pioneros en el análisis de grandes conjuntos de datos y continúan realizando esta labor.



Dada la creciente importancia del sector financiero no bancario y la interconexión general del sistema financiero, resulta crucial que la JERS tenga una visión integral de los riesgos sistémicos. De cara al futuro, conviene mejorar el marco de la JERS para racionalizar el acceso a la información sobre todos los componentes del sistema financiero de la UE.

c) Contribución de la JERS a la labor del Grupo Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles de la Comisión Europea

La JERS contribuyó a la labor del Grupo de Expertos de Alto Nivel sobre Finanzas Sostenibles (HLEG, en sus siglas en inglés), creado para prestar asesoramiento a la Comisión Europea sobre la forma de asegurar la financiación de un crecimiento sostenible.

En concreto, el HLEG analizó la manera de abordar los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con el cambio climático. Las aportaciones de la JERS se basaron en los trabajos realizados anteriormente por el Comité Científico Consultivo a este respecto²⁵. Las recomendaciones del HLEG constituyeron la base del Plan de Acción de la Comisión Europea para financiar el desarrollo sostenible, que se adoptó en marzo de 2018.

Recuadro 4

Informe de la High-Level Task Force on Safe Assets

En enero de 2018, la High-Level Task Force on Safe Assets de la JERS publicó su informe sobre la viabilidad de los bonos de titulización de activos respaldados por deuda soberana (SBBS, en sus siglas en inglés). El informe consta de dos volúmenes: en el Volumen I se resumen las principales conclusiones de la Task Force y en el Volumen II se presenta el análisis técnico que se llevó a cabo.

La Task Force, creada en junio de 2016 por la Junta General de la JERS, investigó a fondo los aspectos empíricos y prácticos de los SBBS. Se desarrollaron tres líneas de trabajo que se centraron, respectivamente, en la motivación y el marco institucional en el que se basan los SBBS, la regulación, y el diseño de los bonos y del mercado. La Task Force contó también con el apoyo de dos equipos técnicos, que analizaron las implicaciones jurídicas y sobre la liquidez de los SBBS. Asimismo, utilizó los comentarios y opiniones que expresaron los participantes en el mercado en un seminario sectorial celebrado en París, mediante una encuesta a través de Internet y numerosas reuniones bilaterales.

El informe presenta una valoración técnica de la viabilidad de los SBBS y de su potencial para aumentar la estabilidad financiera. Los bonos podrían crearse agrupando y dividiendo en tramos carteras transfronterizas de deuda soberana nacional. La diversificación y el bajo riesgo a escala de la zona del euro debido a la subordinación contractual estarían implícitos en los SBBS preferentes (*senior*), si estos se diseñan correctamente. La emisión de SBBS podría estar coordinada por entidades privadas, cumpliendo determinados requisitos de estandarización, o por una entidad pública, siempre que exista acuerdo político sobre la arquitectura institucional adecuada.

²⁵ **Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk**, *Reports of the Advisory Scientific Committee*, n.º 6, febrero de 2016.



Los SBBS podrían contribuir a reducir los riesgos sistémicos, pero las barreras regulatorias impiden el desarrollo de un mercado de SBBS impulsado por la demanda. Para el desarrollo de este mercado es indispensable que el tratamiento regulatorio de los bonos refleje sus características singulares en cuanto a diseño y riesgo. El nivel de demanda de estos valores por parte de los inversores es una cuestión empírica que, según el informe, solo puede probarse si reciben un tratamiento adecuado a sus riesgos.

Además, las reformas del tratamiento regulatorio de las exposiciones al riesgo soberano afectarían a la demanda de SBBS. Sin embargo, esta idea no es suficiente para justificar una reforma de la regulación, dado que esta requeriría una evaluación propiamente dicha, teniendo en cuenta sus implicaciones más amplias. La Task Force no intentó realizar una valoración holística de la reforma regulatoria, puesto que ya hay debates al respecto en otros foros. Con todo, en el informe se reconoce que existe una diversidad de opiniones sobre si es necesario modificar el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas para conseguir los objetivos de un mercado de SBBS y contener los riesgos potenciales.

2.2.2 Contribución de la JERS al marco macroprudencial del sector bancario

a) Informe sobre las implicaciones de la NIIF 9 para la estabilidad financiera

Tras una petición presentada por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, en julio de 2017 la JERS publicó un informe en el que se analizan las implicaciones de la NIIF 9 para la estabilidad financiera. La NIIF 9, de aplicación obligatoria en la UE desde el 1 de enero de 2018, es la nueva norma contable para la clasificación y valoración de los instrumentos financieros. Esta nueva norma se publicó en respuesta al mandato recibido del G-20 en vista de los resultados de las normas contables durante la crisis financiera mundial. En el informe también se analizan dos aspectos principales de la NIIF 9 desde una perspectiva macroprudencial y con el foco puesto en las entidades de crédito: 1) el nuevo enfoque para la clasificación y valoración de los activos financieros, y 2) el nuevo modelo de pérdidas crediticias esperadas para valorar las provisiones por deterioro.

En el informe de la JERS se concluyó que clasificar y valorar los activos financieros con arreglo a la NIIF 9 será, en principio, más claro y más eficaz que con las normas contables anteriores (NIC 39). En general, la aplicación de los nuevos criterios normalmente no debería traducirse en un incremento significativo del uso del valor razonable por parte de las entidades de crédito de la UE, al menos en términos agregados. En el informe se identifican tres áreas con cambios considerables con respecto a la NIC 39 y que, en el caso de determinadas entidades de crédito o en fechas específicas, podrían suponer diferencias relevantes, en particular: 1) en los instrumentos de deuda que incluyen derivados implícitos ya no se podrá separar el componente de deuda y valorarlo a coste amortizado; 2) las ganancias o pérdidas de los instrumentos de patrimonio neto valorados a valor razonable con cambios en otro resultado global ya no se reconocerán en la cuenta de resultados (con la excepción de los ingresos por dividendos), y 3) los



activos altamente líquidos admisibles para ser incluidos en el colchón de liquidez regulatorio pero que, en situaciones normales, se gestionan con un modelo de negocio cuyo objetivo es mantenerlos para percibir flujos de efectivo contractuales pueden valorarse a coste amortizado, lo que genera preocupación en torno a la afloración de pérdidas o ganancias a valor razonable no realizadas si esos activos necesitan venderse en épocas de estrés.

Por lo que respecta al nuevo modelo de pérdidas crediticias esperadas introducido por la NIIF 9, el informe de la JERS concluía que, si se aplica correctamente, incrementará la transparencia y facilitará un reconocimiento más temprano y completo de las pérdidas por deterioro, lo que se traducirá en mayores provisiones por pérdidas. En este sentido, la NIIF 9 representa una mejora en comparación con las normas de contabilidad anteriores y puede aportar beneficios sustanciales desde la perspectiva de la estabilidad financiera. Sin embargo, el modelo de pérdidas crediticias esperadas también implica reaccionar ante la información nueva y de carácter prospectivo a medida que se recibe, por lo que las provisiones por deterioro pueden aumentar de forma repentina y significativa ante un deterioro de los indicadores económicos agregados. Como consecuencia, la NIIF 9 podría tener determinados efectos procíclicos derivados de la sensibilidad cíclica de los parámetros de riesgo de crédito utilizados para la estimación de las pérdidas crediticias esperadas, así como de los cambios en las exposiciones entre las fases del ciclo tal como se define en la NIIF 9. Asimismo, las fluctuaciones económicas son difíciles de predecir y a menudo el paso de la expansión a la contracción se produce de forma inesperada. En un escenario donde muchas entidades de crédito se enfrentan a un incremento simultáneo de las pérdidas crediticias esperadas, la suma de las medidas adoptadas individualmente por las entidades para mantener sus niveles de capital podría dar lugar a una reducción del crédito bancario en todo el sistema y a presiones para el despalancamiento.

El informe de la JERS incluía consideraciones específicas para concienciar sobre las posibles implicaciones no deseadas de la NIIF 9 para la estabilidad financiera, sobre todo en caso de crisis grave. En particular, se identifican posibles canales y desarrollos mediante los cuales la NIIF 9 puede afectar a los distintos agentes involucrados. Entre ellos se incluyen la evolución del marco regulatorio y los movimientos de la economía a lo largo del ciclo, que se manifiestan de varias maneras: la aplicación y el grado de uso del valor razonable, el riesgo de modelización, cambios previstos en la evolución del crédito, la posible prociclicidad y la aplicación del modelo de pérdidas crediticias esperadas en el caso de entidades de crédito menos sofisticadas, etc.

b) Informe sobre la resolución de los préstamos dudosos

En julio de 2017, la JERS publicó un informe sobre propuestas para resolver los préstamos dudosos (NPL, en sus siglas en inglés) en Europa. En el informe se describe la situación de los NPL en la UE y se incluyen orientaciones prácticas sobre la resolución de los NPL, además de un resumen de las opciones disponibles²⁶. También se identifican varios obstáculos que impiden la

²⁶ En el **informe de la JERS sobre la resolución de los préstamos dudosos en Europa** se describen cinco principios de alto nivel que deben respetarse al diseñar las medidas para abordar los NPL, y se propone una secuencia de tres pasos para resolver los NPL: 1) diagnosticar el alcance del problema que representan los NPL y separar, desde el punto de vista operativo, los NPL de los activos no dudosos de la entidad de crédito; 2) someter los NPL a una valoración y clasificarlos para identificar las exposiciones viables para su reestructuración y las no viables para su liquidación, y 3) eliminar los NPL que correspondan del sistema bancario.



resolución y la venta de los NPL, relacionados con el lado de la oferta (entidades de crédito), el lado de la demanda (posibles inversores) y cuestiones de carácter estructural. En el informe se pone de relieve que la resolución de los NPL europeos debería abordarse con urgencia adoptando un enfoque global y que, paralelamente a la propia resolución de los NPL, deberían tomarse medidas para superar los obstáculos identificados.

En el informe se presentan propuestas de actuación específicas que complementan otras iniciativas a escala de la UE y de la zona del euro. En el corto plazo, las autoridades microprudenciales deberían intensificar sus esfuerzos por mejorar la gestión de los NPL de las entidades de crédito exigiendo que se cumpla la definición de NPL a escala de la UE y asegurando la valoración prudente de los NPL (incluidos los activos de garantía). Los supervisores deben solicitar actualizaciones periódicas de las estrategias para reducir los NPL, establecer objetivos para reducirlos y ampliar la adopción de buenas prácticas a todas las entidades de crédito. También deberían pedir a las entidades con niveles elevados de NPL que comuniquen la información necesaria para valorar su viabilidad en un escenario de resolución de estos préstamos. Asimismo, las autoridades responsables de elaborar políticas deberían elaborar proyectos de sociedades nacionales de gestión de activos para facilitar las ventas de NPL, una iniciativa que debe ir acompañada de normas en materia de datos aplicables a los NPL en toda la UE. En el medio plazo, las medidas deberían concentrarse en cuestiones estructurales que mejorarían las recuperaciones de NPL: régimen de insolvencia, ejecución de la deuda y gestión de NPL. A más largo plazo, para evitar que se acumulen NPL en el futuro, las entidades de crédito han de recibir incentivos adecuados, en particular en el ámbito contable; también pueden desarrollarse plataformas de negociación en mercados secundarios para los NPL.

En julio de 2017, el Consejo ECOFIN adoptó su «Plan de acción para hacer frente a los préstamos dudosos en Europa». En este plan de acción se insta a diversas instituciones —entre ellas, la JERS— a tomar medidas adecuadas para seguir afrontando los retos que suponen unos niveles elevados de NPL. Concretamente, se invita a la «Junta Europea de Riesgo Sistémico a que elabore, antes del final de 2018, planteamientos macroprudenciales para prevenir la aparición en todo el sistema de problemas ligados a los préstamos dudosos, teniendo debidamente en cuenta los efectos procíclicos de las medidas destinadas a afrontar el problema de la cartera de préstamos dudosos y los posibles efectos sobre la estabilidad financiera». La JERS creó una línea de trabajo específica para atender esta petición.

c) Dictamen de la JERS sobre los colchones macroprudenciales de capital de carácter estructural

En diciembre de 2017, la JERS presentó a la Comisión Europea su dictamen sobre los colchones macroprudenciales de carácter estructural. Desde la entrada en vigor de la Directiva de Requerimientos de Capital IV (DRC IV) y el RRC, se ha adquirido más experiencia práctica con este tipo de colchones de capital, ya que las autoridades han utilizado cada vez más el colchón contra riesgos sistémicos y los colchones para entidades de importancia sistémica²⁷. En el dictamen se ofrecen propuestas sobre cómo mejorar el marco jurídico de la UE relativo a los

²⁷ El análisis completo del uso de los colchones macroprudenciales de capital de carácter estructural se ha publicado en el [Final report on the use of structural macroprudential instruments in the EU](#).



colchones estructurales para aplicar de forma más eficaz el conjunto de herramientas macroprudenciales. Esto reforzaría aún más la política macroprudencial y protegería el mercado único.

La JERS propuso aumentar significativamente los límites máximos permisibles para el colchón para otras entidades de importancia sistémica (colchón para OEIS). Este incremento permitiría trazar una delimitación más clara entre el colchón para OEIS y el colchón contra riesgos sistémicos, y también permitiría a los Estados miembros abordar plenamente los riesgos de sus OEIS. El límite máximo permisible para el colchón general para OEIS debería pasar del 2 % al 3 %, con la posibilidad de que las autoridades designadas impongan porcentajes superiores al 3 %, si han sido aprobados previamente por la Comisión Europea. El límite máximo para el colchón adicional para OEIS aplicado a las filiales de entidades matrices de la UE también debe aumentar de modo que el colchón para OEIS de la filial no supere en más de 2 puntos porcentuales el colchón para OEIS o para EISM²⁸ plenamente implantado aplicable al grupo a nivel consolidado. Con estas modificaciones, las autoridades podrían cubrir el riesgo sistémico derivado de las entidades de importancia sistémica con el colchón para OEIS, evitando utilizar para ello el colchón contra riesgos sistémicos.

La JERS también propuso elevar en la práctica el colchón contra riesgos sistémicos a la categoría de herramienta específica para abordar los riesgos sistémicos no cíclicos que afectan a todo el sistema. De este modo, el colchón contra riesgos sistémicos se convertiría en una de las principales herramientas macroprudenciales, junto con los colchones de capital anticíclico, que abordan los riesgos cíclicos, y los colchones para entidades de importancia sistémica, que mitigan los riesgos morales que plantean estas entidades. Para ello, deberían efectuarse una serie de cambios en el régimen actual aplicable al colchón contra riesgos sistémicos. En primer lugar, debería eliminarse la secuencia de instrumentos obligatoria para activar este colchón. En segundo lugar, el colchón contra riesgos sistémicos debería ir dirigido a hacer frente a fuentes específicas de riesgo sistémico estructural, aplicando un enfoque de sensibilidad al riesgo. Por consiguiente, debería poder utilizarse también para subconjuntos concretos de exposiciones, como las exposiciones sectoriales, así como permitirse múltiples aplicaciones para hacer frente a distintas fuentes de riesgo, en caso necesario. Los colchones estructurales que abordan fuentes de riesgo sistémico específicas deberían ser acumulativos, en particular el colchón contra riesgos sistémicos y el colchón para EISM/OEIS deberían ser siempre acumulativos.

Por último, la JERS propuso algunas modificaciones en los procedimientos relativos a los colchones estructurales. En primer lugar, debería simplificarse el procedimiento de notificación y aprobación del colchón contra riesgos sistémicos. En segundo lugar, debería introducirse la reciprocidad automática de los colchones contra riesgos sistémicos basados en las exposiciones, con posibles exenciones, para reducir la carga que suponen los procedimientos. En tercer lugar, debería mejorarse la transparencia de estos colchones a través de la comunicación y de la presentación de información obligatoria y armonizada. En cuarto lugar, deberían establecerse requisitos de cooperación en materia de política macroprudencial entre las autoridades nacionales.

²⁸ El colchón para EISM se refiere al colchón de capital para las entidades de importancia sistémica mundial.



Las propuestas buscan un equilibrio entre una mayor flexibilidad en el uso de los colchones macroprudenciales de carácter estructural y las salvaguardas para proteger el mercado único.

Las propuestas cobrarían especial importancia si se eliminase el Pilar 2 del conjunto de herramientas macroprudenciales, de acuerdo con el paquete de medidas de reducción del riesgo de la Comisión Europea²⁹. Sin embargo, dicha eliminación limitaría claramente la flexibilidad que tienen las autoridades nacionales para afrontar el riesgo sistémico, lo que obligaría a mitigarlo flexibilizando en mayor medida el uso de otros instrumentos. Esta mayor flexibilidad propuesta en los colchones estructurales se compensaría con el control ejercido por las instituciones de la UE si se imponen niveles más elevados de colchones de capital. Asimismo, la calibración del colchón para OEIS podría armonizarse aún más mediante una recomendación de la JERS.

d) Dictamen de la JERS sobre el requisito de cobertura de liquidez remitido a la EBA

En noviembre de 2017, la JERS respondió a un informe de la EBA sobre el impacto de los requerimientos de liquidez, conforme a lo establecido en el artículo 509, apartado 1, del RRC. La EBA ha de informar anualmente a la Comisión Europea sobre el posible impacto del requisito de cobertura de liquidez en la UE. El RRC exige que la EBA consulte sobre el informe del análisis del impacto con una amplia variedad de partes interesadas, incluida la JERS.

La JERS consideró que las conclusiones del informe de la EBA eran informativas y relevantes, aunque se propusieron áreas para analizar en el futuro. Entre estas áreas se incluyen examinar con más detenimiento los posibles efectos de la política monetaria no convencional sobre el nivel, la valoración y la composición de las tenencias de activos líquidos, reintroducir el análisis sobre descalces de divisas y centrar posiblemente la atención en los préstamos a pequeñas y medianas empresas y en los préstamos para financiación del comercio.

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

La JERS también ha logrado avances para afrontar los riesgos para el sistema financiero procedentes del sector financiero no bancario. En el resto de esta subsección se describe la contribución de la JERS a la mejora de la supervisión y la regulación de las empresas de seguros, los mercados de derivados y las entidades de contrapartida central (ECC). Además, se reflexiona sobre la labor de la JERS en relación con el establecimiento de marcos de recuperación y resolución para las empresas de seguros y las ECC como herramienta para ofrecer seguridad jurídica cuando una empresa experimente dificultades financieras.

²⁹ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que se refiere al ratio de apalancamiento, el ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.



La JERS propuso cambiar el método de cálculo de la curva de tipos de interés sin riesgo del marco de Solvencia II.

Con Solvencia II se introdujo un nuevo régimen regulador de los seguros basado en el riesgo que mejora la protección de los asegurados. La JERS ha analizado las consecuencias macroprudenciales de determinados aspectos de Solvencia II, como la curva de tipos de interés sin riesgo que es importante para determinar el valor de los pasivos de las empresas de seguros. Los resultados del análisis efectuado por la JERS se publicaron en un informe en agosto de 2017³⁰. Sus conclusiones sugieren que es posible que la curva actual esté infravalorando los pasivos de las empresas de seguros y, por tanto, pueda generar pérdidas no realizadas. En consecuencia, en el informe se presentaron propuestas concretas para reducir la curva y ajustarla más a la valoración de mercado. También se señaló que la valoración de mercado de los balances de las empresas de seguros de conformidad con Solvencia II podría dar lugar a un comportamiento procíclico de la inversión. En el informe se sugirió vigilar esos posibles efectos procíclicos y se indicó que es necesario seguir trabajando en la manera de abordar estos efectos y/o sus causas.

La JERS ha desarrollado un procedimiento interno en relación con su función consultiva conforme al artículo 138 de la Directiva de Solvencia II.

El artículo 138, apartado 4, de la Directiva de Solvencia II introduce la posibilidad de que las autoridades nacionales de supervisión (ANS) prorroguen el plazo de recuperación de una empresa de seguros que incumpla su capital de solvencia obligatorio. Si la EIOPA declara la existencia de una situación adversa excepcional, las ANS pueden prorrogar el plazo de las empresas de seguros para restablecer el cumplimiento del capital de solvencia obligatorio por un período de hasta siete años. En circunstancias normales, el plazo solo se puede ampliar tres meses, adicionales a los seis meses disponibles inicialmente. El artículo 138 asigna a la JERS una función consultiva. Para prepararse para esta función y poder responder a cualquier consulta planteada por las ANS, la JERS ha establecido un procedimiento interno que también contempla la posibilidad de formular una consulta a la EIOPA sobre la situación adversa excepcional.

La JERS también contribuyó a la revisión del EMIR. La JERS, basándose en informes anteriores y en la mayor experiencia adquirida en la aplicación del EMIR, publicó un informe sobre la revisión de este reglamento con el fin de aumentar en mayor medida la eficacia y la transparencia del marco actual³¹. En su informe, la JERS reiteró su apoyo, manifestado anteriormente, a favor de una aplicación amplia de la obligación de compensación que incluya a los participantes en el mercado que son usuarios activos de derivados, y presentó propuestas para mejorar el registro de operaciones. El informe también contenía sugerencias destinadas a aclarar las disposiciones existentes para limitar la prociclicidad de los requerimientos de márgenes y recortes de valoración, y proponía incluir en estas disposiciones no solo a los clientes, sino también a los clientes indirectos.

La JERS participó en una consulta de la ESMA relativa a un proyecto de directrices sobre medidas para limitar la prociclicidad de los márgenes en las entidades de contrapartida central (ECC).

En su respuesta³², la JERS aplaudió los esfuerzos de la ESMA por mejorar las medidas dirigidas a abordar la prociclicidad de los márgenes de las ECC y a aumentar la transparencia para quienes intervienen en la compensación exigiendo a las ECC que publiquen

³⁰ **Regulatory risk-free yield curve properties and macroprudential consequences**, JERS, agosto de 2017.

³¹ **Revision of the European Market Infrastructure Regulation**, JERS, abril de 2017.

³² **ESRB response to the ESMA consultation on draft guidelines on anti-procyclicality margin measures for CCPs**, JERS, febrero de 2018.



información sobre sus modelos de márgenes. Asimismo, hizo algunas propuestas para mejorar el proyecto de directrices, como especificar más la definición de períodos de tensión y la calibración de los márgenes mínimos. Fuera del ámbito de la consulta, la JERS propuso contar con directrices parecidas para la evaluación de medidas similares dirigidas a limitar la prociclicidad de los recortes de valoración, por ejemplo, modificando las correspondientes normas técnicas de regulación 153/2013.

La JERS identificó áreas que deberían mejorarse en las propuestas legislativas de un marco de recuperación y resolución para las ECC con el fin de abordar más eficazmente las consideraciones macroprudenciales. Crear un marco de recuperación y resolución para las ECC es especialmente relevante, dado que son nodos clave del sistema financiero poscrisis. En julio de 2017, la JERS emitió un dictamen³³ en el que ponía de relieve las áreas susceptibles de mejora de las propuestas legislativas, con el fin de abordar con más eficacia las cuestiones macroprudenciales. En el dictamen se incluyeron propuestas para mejorar las herramientas de resolución —por ejemplo, permitir que, en determinadas circunstancias, las solicitudes de fondos (*cash calls*) se cubran temporalmente con los márgenes iniciales para reducir la prociclicidad y el riesgo de rendimiento, y refinar, a partir de los estándares internacionales, la lista de herramientas de resolución a disposición de la autoridad de resolución. También se señaló la necesidad de cooperación y coordinación entre las autoridades de resolución responsables de las entidades de crédito y de las ECC, ya que las tensiones que experimente una ECC serán normalmente el resultado de las dificultades que atraviesen una o más entidades de crédito que sean miembros compensadores de la ECC.

La JERS abogó por el desarrollo de un marco de recuperación y resolución armonizado para el sector de seguros en la UE. En muchos casos, las medidas de intervención previstas en la normativa vigente y/o los procedimientos ordinarios de insolvencia pueden ser suficientes cuando una empresa de seguros tiene problemas. Sin embargo, estos procedimientos no siempre están en consonancia con la protección de los asegurados y los objetivos de estabilidad financiera. En consecuencia, en agosto de 2017, la JERS publicó un informe en el que promovía la implantación de un marco eficaz de recuperación y resolución para el sector asegurador en la UE³⁴. El informe sostenía que la armonización del marco de recuperación y resolución en el conjunto de la UE contribuiría, entre otros factores, a la gestión ordenada de la quiebra de una compañía de seguros transfronteriza de gran tamaño o de la quiebra simultánea de varias aseguradoras. Dicho marco debería abarcar a todo el sector de seguros y promover la protección de los asegurados y los objetivos de estabilidad financiera. El informe también recomendaba ampliar el actual conjunto de herramientas de recuperación y resolución para aumentar la flexibilidad de los supervisores responsables de las empresas de (rea)seguros inviables, y hacía hincapié en la utilidad de entablar un debate sobre la forma de financiar la resolución.

³³ **Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework**, JERS, julio de 2017.

³⁴ **Recovery and resolution for the EU insurance sector: a macroprudential perspective**, JERS, agosto de 2017.



2.3 Análisis de las medidas nacionales

En esta subsección se describen las medidas adoptadas por los Estados miembros durante el período analizado³⁵. 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 instrumentos utilizados, incluidas las medidas de reciprocidad tomadas en respuesta a solicitudes de otros Estados miembros.

2.3.1 Descripción de las medidas

El número de medidas macroprudenciales nacionales adoptadas por los Estados miembros se mantuvo prácticamente estable con respecto a 2016 (véase gráfico 20). Los ejercicios 2017 y 2016 son más comparables que los anteriores ya que la mayoría de los Estados miembros ya contaba en este período con todo el conjunto de herramientas macroprudenciales de la DRC IV/RRC. Aunque el número de medidas nacionales de política macroprudencial permaneció estable, la aplicación recíproca de las medidas adoptadas en otros Estados miembros se redujo significativamente durante el período comprendido entre 2016 y 2017. Este descenso se debe al elevado número de medidas de reciprocidad aplicadas en 2016 a raíz de la medida relativa al sector inmobiliario residencial adoptada por Bélgica de conformidad con el artículo 458 del RRC y la introducción del colchón contra riesgos sistémicos de Estonia. En 2017, la JERS no recomendó la aplicación recíproca de ninguna medida, por lo que no hubo necesidad de adoptar nuevas medidas de reciprocidad. La mayoría de Estados miembros aplicaron algunas medidas de política macroprudencial en 2017, en su mayor parte de carácter restrictivo con el objetivo de afrontar los riesgos cíclicos. Los instrumentos utilizados con más frecuencia fueron el colchón contra riesgos sistémicos, el límite máximo de la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía (LTV, en sus siglas en inglés) y el colchón de capital anticíclico.

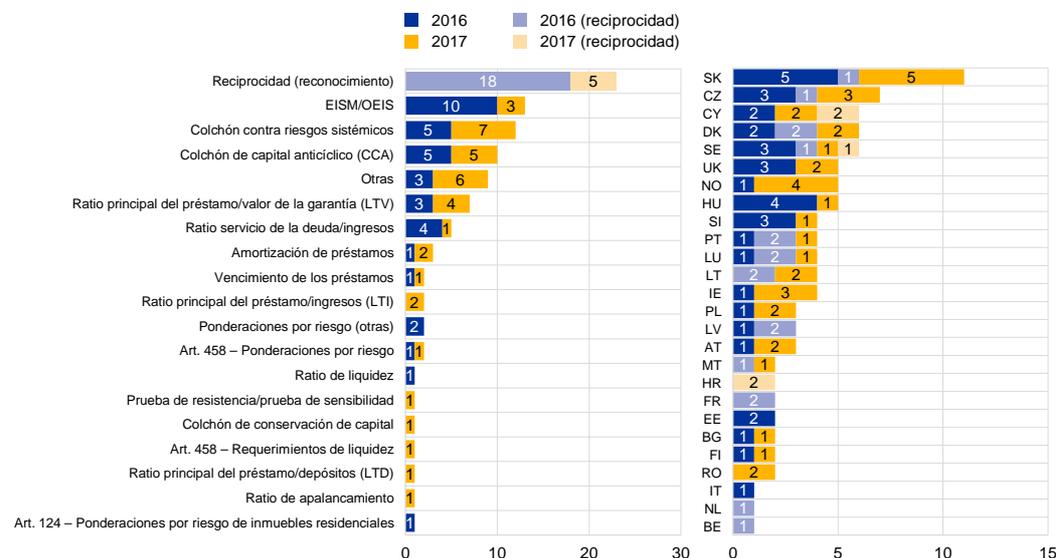
³⁵ Para información más detallada sobre las medidas adoptadas durante 2017, véase [A Review of Macprudential Policy in the EU in 2017](#), JERS, abril de 2018



Gráfico 20

Número de medidas relevantes notificadas a la JERS en el período 2016-2017

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



Fuente: JERS.

Notas: Las notificaciones no se refieren necesariamente a nuevas medidas macroprudenciales, dado que también se pueden referir a modificaciones de medidas ya implantadas. Las medidas relevantes excluyen aquellas que tienen un carácter más procedimental o administrativo, como la introducción anticipada del colchón de conservación del capital o la exención de este colchón para las empresas de inversión de pequeño y mediano tamaño. No están incluidos los porcentajes de colchón de capital anticíclico que no han variado ni los que se han fijado en el 0 %. En el caso de las EISM/OEIS, las medidas solo abarcan cambios en la metodología para identificar las EISM/OEIS y para fijar los colchones (no las variaciones en el número de este tipo de entidades ni en el tamaño de sus colchones como resultado de aplicar la misma metodología) o cambios en las disposiciones de implantación gradual.

2.3.2 El colchón de capital anticíclico

a) Fijación de los colchones nacionales

En 2017, varios Estados miembros anunciaron por primera vez un porcentaje positivo del colchón de capital anticíclico (CCA) o aumentaron ese porcentaje (véase gráfico 21). En respuesta al rápido crecimiento del crédito, especialmente de los préstamos hipotecarios y para consumo, la República Checa decidió incrementar el porcentaje de colchón en dos ocasiones, primero del 0,5 % al 1 % (en mayo) y después al 1,25 % (en diciembre). Eslovaquia también decidió elevar su porcentaje del 0,5 % al 1,25 % (en julio), al igual que el Reino Unido, que lo subió del 0 % al 0,5 % (en junio) y del 0,5 % al 1 % (en noviembre). Por primera vez, Lituania anunció un porcentaje de CCA positivo, del 0,5 %, en diciembre.

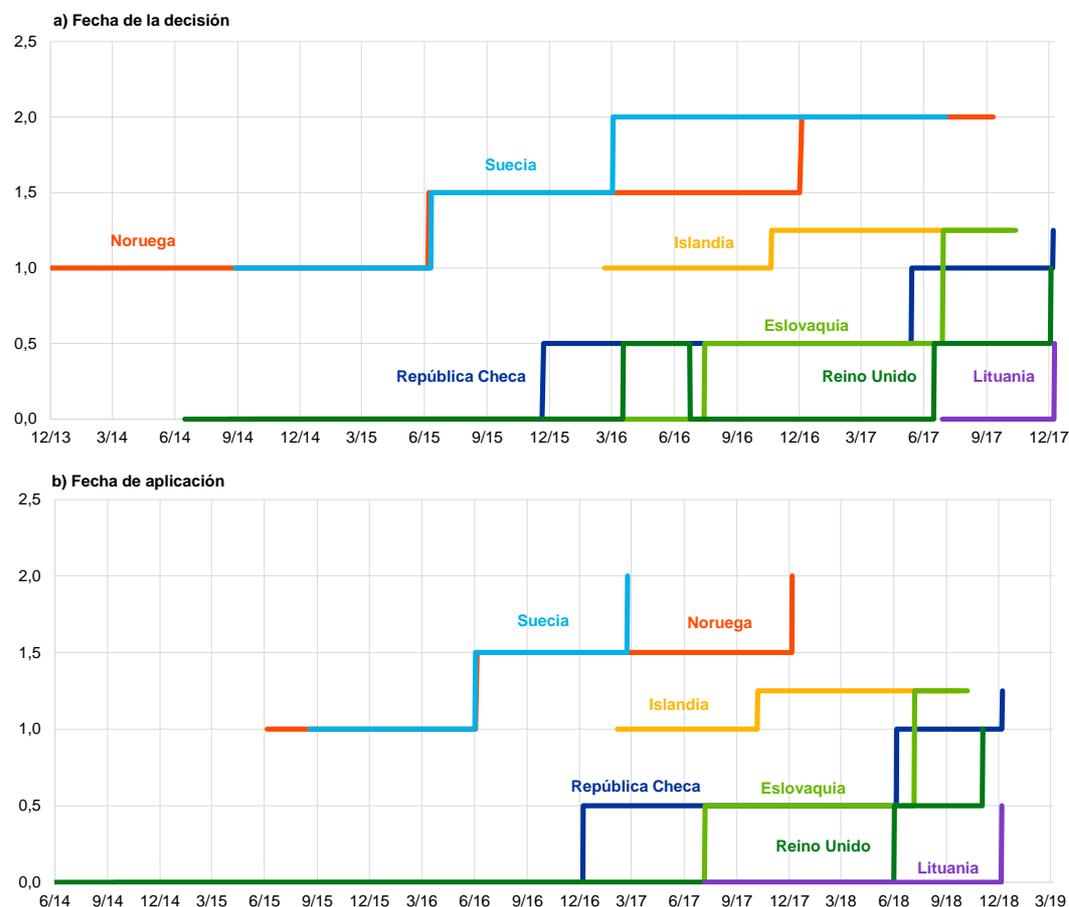
Durante 2017, cinco Estados miembros (República Checa, Lituania, Suecia, Eslovaquia y Reino Unido), además de Islandia y Noruega, mantuvieron o introdujeron un porcentaje de colchón positivo. El CCA es una herramienta anticíclica que se activa en la fase alcista del ciclo de crédito cuando se observan señales de crecimiento excesivo del crédito. El hecho de que se



preste cada vez más atención a esta herramienta indica que el ciclo financiero está cambiando en varios países europeos. Con la excepción del Reino Unido y de Lituania, el porcentaje positivo empezó a aplicarse ya en 2017 en estos países, considerando que un requerimiento de colchón suele entrar en vigor un año después de que la autoridad designada haya tomado la decisión (véase gráfico 21). Cabe señalar que, para estos países, la brecha de crédito-PIB —el indicador de referencia para fijar el porcentaje de CCA— sigue siendo considerablemente negativa, en promedio. De acuerdo con el principio de discrecionalidad guiada por el que se rige el uso de este instrumento, las autoridades que fijan el porcentaje de colchón tienen discrecionalidad para desviarse de la pauta de colchón establecida por el Comité de Basilea, teniendo en cuenta, por ejemplo, indicadores y/o modelos complementarios.

Gráfico 21
Porcentajes de colchón anticíclico: decisión y aplicación

(porcentajes)



Fuente: JERS.

Nota: En marzo de 2016, el Reino Unido decidió aumentar el porcentaje de colchón al 0,5 %, pero lo redujo hasta el 0 % en julio de ese mismo año, antes de que fuera efectiva la decisión anterior.



b) Fijación de colchones para terceros países

Además de fijar porcentajes de CCA para las exposiciones domésticas, las normas de capital de la UE para las entidades de crédito también prevén la posibilidad de establecer porcentajes para las exposiciones frente a terceros países. Las autoridades nacionales tienen derecho a fijar un porcentaje de CCA para terceros países (excluidos Islandia, Liechtenstein y Noruega) que deben aplicar las entidades de crédito domésticas al calcular su CCA específico. Este derecho podrá ejercerse si los terceros países no han fijado y publicado un CCA o si el porcentaje no se considera suficiente. Asimismo, la JERS puede recomendar la fijación de un porcentaje de CCA para terceros países. La JERS explicó con detenimiento su enfoque en una recomendación y una decisión³⁶ que tienen como objetivo implantar un enfoque coherente en toda la UE. Dado el número tan elevado de terceros países, la JERS, los Estados miembros y el BCE se centran en identificar y hacer un seguimiento de los países materiales y comparten las responsabilidades a este respecto. En concreto, la JERS establece frente a qué terceros países tiene exposiciones materiales el sistema bancario de la UE en conjunto y realiza un seguimiento de la evolución de esos países por si hubiera indicios de crecimiento excesivo del crédito, lo que podría dar lugar a una recomendación sobre la fijación de un porcentaje de CCA adecuado para las exposiciones frente al país en cuestión.

En 2017, la JERS revisó su lista de terceros países materiales y añadió a Singapur y Suiza.

La nueva lista de terceros países que son materiales para el sector bancario de la UE incluye a ocho países: Estados Unidos, Hong Kong, Singapur, Suiza, China, Brasil, Turquía y Rusia, en orden descendente del tamaño de las exposiciones del sector bancario de la UE frente a ellos. En el período analizado, la JERS no emitió ninguna recomendación sobre el porcentaje del CCA de terceros países. Las listas de terceros países materiales que mantienen los Estados miembros no variaron notablemente con respecto al año anterior. En 2017, el BCE y Noruega proporcionaron a la JERS sus listas de terceros países materiales por primera vez.

2.3.3 Medidas relacionadas con el sector inmobiliario

En 2017, el crédito inmobiliario continuó siendo una de las áreas más importantes en materia de política macroprudencial. En 2016, la JERS emitió avisos dirigidos a ocho Estados miembros después de haber detectado vulnerabilidades a medio plazo relacionadas con el sector inmobiliario residencial³⁷. Varias iniciativas emprendidas por Estados miembros en 2017, algunas de ellas pendientes de aplicación efectiva, pueden considerarse la consecuencia directa de estos avisos. Entre ellas figuran la modificación del conjunto de herramientas macroprudenciales (por ejemplo, en Austria, Luxemburgo y Suecia) para afrontar mejor los riesgos que se originan en este sector, así como la activación (por ejemplo, en Finlandia) o un mayor endurecimiento (por ejemplo, en Bélgica y Dinamarca) de los instrumentos ya existentes. Además de estas iniciativas, algunos Estados miembros (como Alemania) también han ampliado sus herramientas macroprudenciales en ausencia de riesgos inminentes sentando, de forma preventiva, las bases jurídicas para nuevos instrumentos centrados en los prestatarios y dirigidos al sector inmobiliario residencial.

³⁶ **Recomendación JERS/2015/1** sobre el reconocimiento y la fijación 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.

³⁷ Véase la sección **Warnings** del sitio web de la JERS.



La JERS emitió tres dictámenes con arreglo al artículo 458 del RRC mostrándose a favor de medidas nacionales de capital más estrictas en relación con el sector de inmuebles residenciales.

El primero se refería a una medida belga que iba a sustituir a una anterior, adoptada también de conformidad con el artículo 458 del RRC, que expiró en mayo de 2017³⁸. La medida que expiró consistía en aplicar un recargo de cinco puntos porcentuales a la ponderación por riesgo media de las exposiciones hipotecarias minoristas en Bélgica de las entidades de crédito que utilizan el método IRB. La nueva medida mantendría el recargo de cinco puntos porcentuales anterior, pero lo complementaría con un componente sensible al riesgo utilizando una mayor ponderación por riesgo para las exposiciones con ratios LTV elevadas.

La JERS emitió un dictamen favorable al proyecto de medida. Sin embargo, el Gobierno belga no lo aprobó finalmente y solicitó al Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (NBB/BNB) que mantuviera la medida original y volviera a valorar las vulnerabilidades del sector inmobiliario residencial. En noviembre de 2017, el NBB/BNB anunció que su valoración actualizada indicaba la necesidad de una medida adicional, así como que estaba considerando una medida basada en la cartera hipotecaria total de la entidad de crédito y no en el perfil de riesgo de los préstamos hipotecarios individuales.

Por lo tanto, el segundo dictamen de la JERS se refería a un nuevo proyecto de medida para Bélgica consistente en continuar aplicando un recargo de cinco puntos porcentuales, pero esta vez con un incremento adicional proporcional calculado como una fracción (33 %) de la ponderación media por riesgo de la cartera de exposiciones a hipotecas minoristas de las entidades que utilizan el método IRB. La JERS emitió un dictamen favorable a la medida.

El tercer dictamen de la JERS estaba relacionado con una medida de Finlandia cuya entrada en vigor estaba prevista para 2018³⁹. En el proyecto de medida se asignaba un nivel mínimo de ponderación media del riesgo del 15 % para las hipotecas residenciales de las entidades de crédito que utilizan el método IRB. También en este caso la JERS emitió un dictamen favorable.

2.3.4 Colchón contra riesgos sistémicos

En 2017, los Estados miembros utilizaron cada vez más el colchón contra riesgos sistémicos. En Finlandia se llevaron a cabo las modificaciones necesarias en la legislación para añadir este instrumento al conjunto de herramientas macroprudenciales. En todos los Estados miembros, con la excepción de Irlanda e Italia, la autoridad macroprudencial tiene ya a su

³⁸ **Opinion ESRB/2017/1 regarding Belgian notification of a stricter national 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 and investment firms**, JERS, 13 de marzo de 2017.

³⁹ **Opinion ESRB/2017/3 regarding Finnish notification of a stricter national 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 and investment firms**, JERS, 19 de julio de 2017.



disposición este instrumento. Polonia y las Islas Faroe⁴⁰ introdujeron nuevos colchones contra riesgos sistémicos. En Rumanía, la decisión anterior de desactivar el colchón contra riesgos sistémicos entró en vigor en marzo de 2017, pero en diciembre de 2017 se decidió introducir otro nuevo que se aplicará a partir de junio de 2018. En otros países se realizaron modificaciones de los marcos existentes sobre el colchón contra riesgos sistémicos, principalmente en relación con el nivel, el ámbito de aplicación o la implantación progresiva del colchón. Con arreglo al Derecho de la UE, el colchón contra riesgos sistémicos ha de ser revisado al menos una vez cada dos años. Dado que este instrumento se utiliza para abordar los riesgos no cíclicos a largo plazo de carácter sistémico, cabe esperar que las modalidades de uso del colchón no cambien con frecuencia.

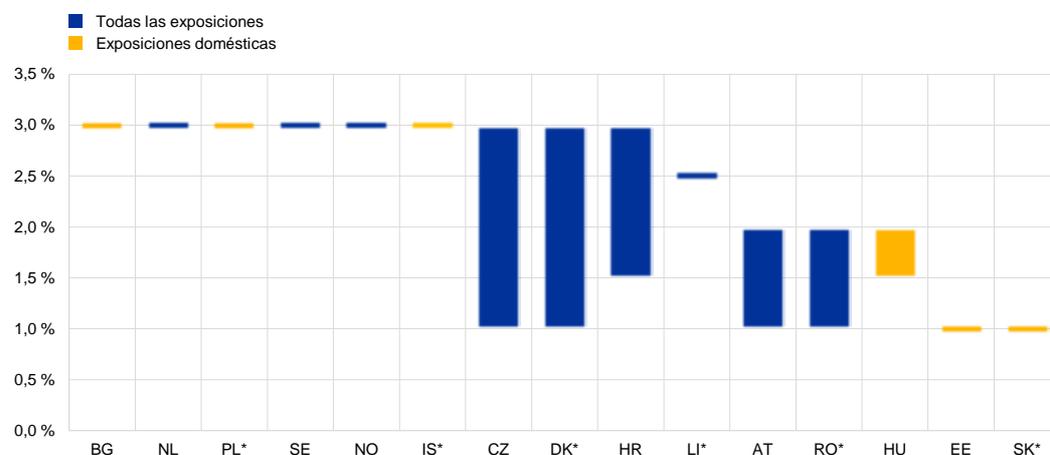
Como resultado, doce Estados miembros, así como Liechtenstein y Noruega, tienen ahora un colchón contra riesgos sistémicos, aunque con diferencias sustanciales en las modalidades de aplicación. La aplicación de este instrumento varía en gran medida entre los distintos países en cuanto a su ámbito de aplicación, el calendario de implantación gradual y el tipo de riesgo que se aborda. Esto se refleja en el nivel y el rango de valores del colchón, así como en la base para calcularlo (véase gráfico 22), lo que pone de relieve la gran flexibilidad del colchón contra riesgos sistémicos para abordar una amplia diversidad de riesgos no cíclicos a largo plazo.

⁴⁰ El 2 de mayo de 2017, el ministro danés de Industria, Negocios y Asuntos Financieros decidió fijar en el 1% el porcentaje general del colchón contra riesgos sistémicos para las exposiciones en las Islas Faroe con fecha efectiva a partir del 1 de enero de 2018, como consecuencia de una recomendación emitida el 30 de marzo de 2017 por el Consejo de Riesgo Sistémico de Dinamarca. Aunque las Islas Faroe no son un Estado miembro de la UE y, por tanto, no están sujetas a la legislación de la UE, la Finanstilsynet es responsable de la supervisión bancaria de las Islas Faroe. Además, se solicitó que las entidades de crédito danesas con exposiciones en las Islas Faroe superiores a 200 millones de coronas danesas aplicasen recíprocamente el colchón.



Gráfico 22

Uso del colchón contra riesgos sistémicos en la UE y en el EEE



Fuente: JERS.

Notas: El gráfico muestra el porcentaje del colchón contra riesgos sistémicos plenamente implantado según las notificaciones más recientes. El intervalo de niveles del colchón se representa mediante una barra para cada país, aunque en la práctica solo se aplican algunos de los valores incluidos en el intervalo representado en la barra (es decir, solo existe un número limitado de niveles de colchón diferenciados). En los países en los que se aplica el colchón contra riesgos sistémicos a todas las entidades de crédito, con sujeción al cumplimiento de un umbral mínimo, puede ser aplicable un porcentaje por defecto del 0 %. En tales casos —concretamente Dinamarca (el colchón contra riesgos sistémicos de las Islas Faroe), Hungría y Rumanía—, no está representado todo el intervalo del colchón. En Dinamarca (DK), existen dos colchones contra riesgos sistémicos: el primero se aplica a todas las entidades de crédito de las Islas Faroe y a las entidades de crédito danesas con exposiciones frente a las Islas Faroe (superiores a 200 millones de coronas danesas), mientras que el segundo sirve como alternativa al colchón para OEIS (que se aplica a todas las exposiciones). Los dos se aplican de forma acumulativa hasta un colchón máximo posible del 4 % a nivel de cada entidad, pero, actualmente, no se han aplicado los dos colchones a ninguna entidad. El asterisco (*) indica colchones contra riesgos sistémicos que son nuevos o se han modificado, incluidos cambios en la metodología.

2.3.5 Colchones de capital para entidades de importancia sistémica

Tras concluir el proceso anual de identificación de las entidades de importancia sistémica, en 2017 se introdujeron varios cambios en la lista de entidades de importancia sistémica y en los marcos aplicables a dichas entidades. Los Estados miembros tienen que identificar cada año a las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y a otras entidades de importancia sistémica (OEIS). En total, actualmente hay identificadas 202 entidades de importancia sistémica en la UE (incluyendo a Noruega, Islandia y Liechtenstein), cuyo número varía de 16 en el Reino Unido a tres en Estonia, Malta y los tres países del EEE anteriormente mencionados (véase gráfico 23). El número total de OEIS varió únicamente en catorce países, pero la lista de entidades identificadas o los niveles del colchón para OEIS cambiaron en 18 Estados miembros. Con frecuencia, estos cambios se debieron a reestructuraciones (fusiones o cambios de filiales a sucursales), a modificaciones de la puntuación obtenida por las entidades en la exposición al riesgo sistémico o a cambios en la metodología para fijar los colchones para OEIS⁴¹. El número de EISM con sede en la UE disminuyó (una menos) dado que el grupo bancario francés Groupe

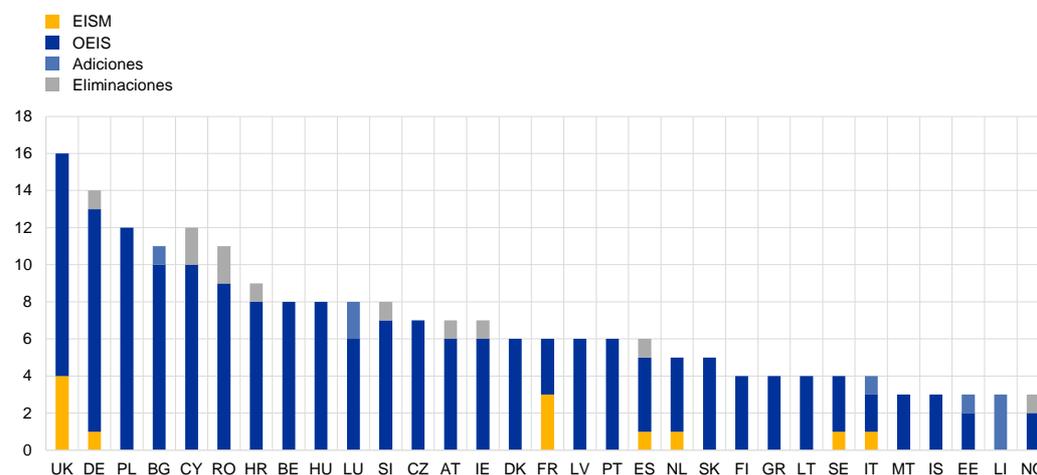
⁴¹ El BCE ha adoptado una metodología para evaluar los colchones para OEIS fijados por las autoridades nacionales, en cumplimiento de sus responsabilidades con arreglo al artículo 5 del **Reglamento del Consejo (UE) nº 1024/2013**, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.



BPCE fue eliminado de la lista. Actualmente existen doce EISM en la UE ubicadas en los cinco Estados miembros más grandes, en los Países Bajos y en Suecia. Todas las EISM han sido también identificadas como OEIS en sus mercados nacionales.

Gráfico 23

Número de entidades de importancia sistémica por Estado miembro



Fuente: JERS.

Notas: Las entidades consideradas tanto EISM como OEIS han sido asignadas a la categoría de EISM. Las adiciones y eliminaciones reflejan los cambios en el número total de OEIS en cada Estado miembro en 2017. Las eliminaciones se deben que entidades previamente identificadas como OEIS dejaron de ser consideradas como tales en 2017, debido a su adquisición o fusión con otra entidad, o a su liquidación o resolución. Las modificaciones que se muestran son el resultado de las notificaciones recibidas en 2017 con independencia de la fecha de aplicación. Las identificaciones como EISM/OEIS surtirán efecto de inmediato o en un futuro próximo.

Dados el actual nivel y diseño de los límites máximos permisibles para el colchón para OEIS, los Estados miembros utilizan diversos instrumentos para alcanzar su nivel de colchón objetivo para OEIS.

Existen diferencias significativas entre los Estados miembros con respecto al nivel y la dispersión de los porcentajes del colchón de capital aplicados a las OEIS. Idealmente, el instrumento específico (el colchón para OEIS) debería utilizarse para abordar el riesgo sistémico que plantean las OEIS. Sin embargo, no siempre es suficiente o conveniente, así que, en la práctica, las autoridades nacionales también usan otros instrumentos para afrontar estos riesgos. Por tanto, en el dictamen dirigido a la Comisión Europea, la JERS presentó una serie de propuestas sobre cómo mejorar el actual marco aplicable a los colchones de carácter estructural (véase sección 2.2).

2.3.6 Otras medidas

Chipre relajó gradualmente los requerimientos prudenciales nacionales de liquidez, con el fin de garantizar una transición fluida al requisito previsto en el Derecho de la UE. Las normas prudenciales europeas exigen que los Estados miembros implanten plenamente el requisito de la ratio de cobertura de liquidez (LCR) desde el 1 de enero de 2018. Hasta el cierre de 2017, Chipre tenía sus propios requerimientos de liquidez prudenciales que se calculaban aplicando una metodología diferente a la del LCR y que resultó ser bastante más rigurosa que esta



última en términos agregados. Las características específicas de estos requerimientos nacionales obedecían a la fuerte dependencia del sector bancario de los depósitos de clientes y a la opinión del Banco Central de Chipre que consideraba que el LCR no abordaba de forma adecuada el riesgo inherente de determinadas categorías de esos depósitos.

Para garantizar una transición fluida al LCR obligatorio, durante 2017 Chipre comenzó a relajar gradualmente sus requerimientos de liquidez prudenciales. Asimismo, propuso aplicar un colchón de liquidez de carácter macroprudencial además del LCR en 2018 con arreglo al artículo 458 del RRC. Como se exige en dicho artículo, la JERS emitió un dictamen sobre esta medida en el que expresó la opinión de que los importantes efectos «acantilado» (*cliff effects*) resultantes de la transición al nuevo régimen de liquidez podrían entrañar riesgos para la estabilidad financiera y, por tanto, justificaban la medida.

La JERS recibió una notificación del Consejo Superior de Estabilidad Financiera (Haut Conseil de stabilité financière) de Francia sobre la adopción de requerimientos más estrictos para las grandes exposiciones en virtud del artículo 458 del RRC.

La medida consistía en endurecer los límites para las grandes exposiciones de las entidades de crédito de importancia sistémica francesas frente a sociedades no financieras de gran tamaño y elevado endeudamiento con domicilio social en Francia. La medida, que se enmarca en el ámbito del artículo 458, apartado 2, letra d), inciso ii, del RRC, fue el primer caso en el que una autoridad solicitaba utilizar este artículo para imponer límites más estrictos a las grandes exposiciones. Con arreglo al artículo 458, apartado 4, del RRC, la JERS emitió un dictamen sobre la medida propuesta dirigido al Consejo de la UE, a la Comisión Europea y a Francia. En el dictamen se indicó que estaba justificado aplicar la medida más estricta en ese momento, pero en la valoración que acompaña al dictamen⁴² se señalaban varias cuestiones que deben ser objeto de estrecho seguimiento por parte de las autoridades francesas para asegurar la eficacia de la medida.

2.3.7 Medidas de reciprocidad adoptadas por los Estados miembros

a) Colchón contra riesgos sistémicos de Estonia

En 2016, la JERS recomendó la reciprocidad del colchón contra riesgos sistémicos de Estonia. El porcentaje de colchón contra riesgos sistémicos del 1 % aplicable a las exposiciones domésticas de todas las entidades de crédito autorizadas en Estonia se introdujo en dicho país en 2016. Las autoridades estonias solicitaron que la JERS recomendase la aplicación recíproca de la medida, dada la significativa presencia de sucursales extranjeras en Estonia (principalmente de los países escandinavos y nórdicos). Se sugirió un umbral de materialidad específico de 200 millones de euros a nivel agregado como orientación para aplicar el principio *de minimis*. En junio de 2016, la JERS formuló una recomendación dirigida a los demás Estados miembros para que aplicasen la reciprocidad de la medida.

⁴² Véase [Opinion ESRB/2018/3 regarding French notification of a stricter national 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 and investment firms](#), JERS, 9 de marzo de 2018.



Hasta el momento, catorce Estados miembros han aplicado una decisión recíproca del colchón contra riesgos sistémicos de Estonia. Entre estos países figuran Suecia y Dinamarca, los dos Estados miembros con mayores exposiciones frente a Estonia. Durante 2017, la JERS recibió dos notificaciones más de Estados miembros que han procedido con la reciprocidad de la medida, concretamente Croacia y Chipre que, junto con Portugal, Luxemburgo y Bélgica, decidieron aplicar recíprocamente la medida estonia de manera automática. Finlandia se está planteando la reciprocidad ahora que ha entrado en vigor su nueva legislación sobre el colchón contra riesgos sistémicos.

b) Medida nacional de flexibilidad en Bélgica

En 2016, la JERS recomendó la reciprocidad de una medida nacional de flexibilidad adoptada en Bélgica. La medida macroprudencial nacional más estricta introducida en Bélgica, con arreglo al artículo 458 del RRC, consistía en aplicar un recargo de cinco puntos porcentuales a la ponderación por riesgo media de las exposiciones garantizadas por hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales de las entidades de crédito que aplican el método IRB (véase la sección 2.3.3). En marzo de 2016, se emitieron la solicitud de reciprocidad y la recomendación de la JERS dirigida a los demás Estados miembros para su aplicación recíproca.

Hasta ahora nueve jurisdicciones han aplicado la reciprocidad de la medida. Entre estos países se incluyen los tres Estados miembros con mayores exposiciones al sector inmobiliario residencial de Bélgica, concretamente Francia, Países Bajos y Luxemburgo. En 2017, la JERS recibió dos notificaciones más de adopción de reciprocidad procedentes de Croacia y Chipre, que aplicaron la reciprocidad de la medida belga en sus jurisdicciones en consonancia con el marco de reciprocidad de la JERS⁴³. Croacia adoptó una medida recíproca y aplicó el principio *de minimis*. La decisión chipriota sigue el enfoque de «reciprocidad por principio» y somete a todas las entidades de crédito con domicilio en Chipre a la nueva medida.

Dado que la medida original legalmente vinculante expiró en mayo de 2017, ya no existe fundamento jurídico para su reciprocidad. Las autoridades belgas han sustituido la medida que ha expirado por una recomendación no vinculante y han propuesto un nuevo proyecto de medida (véase sección 2.3.3). Las autoridades pertinentes de las nueve jurisdicciones que aplicaron la reciprocidad no han replicado formalmente a la medida belga que ha expirado con una recomendación no vinculante en sus jurisdicciones. La JERS dejó de incluir a Bélgica en la lista de medidas macroprudenciales para las que recomienda aplicar la reciprocidad⁴⁴.

⁴³ **Recomendación JERS/2015/2** sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial, JERS, 15 de diciembre de 2015. Según la subrecomendación C(2) de esta recomendación, los Estados miembros deberían aplicar la misma medida macroprudencial que aplique la jurisdicción activadora o adoptar una medida similar con un efecto económico equivalente.

⁴⁴ La lista se modificó mediante la **Recomendación JERS/2018/1**, que incluyó la medida adoptada por Finlandia de conformidad con el artículo 458 en la lista de medidas macroprudenciales para las que se recomienda aplicar la reciprocidad.



c) Medida nacional de flexibilidad en Finlandia

Por el momento, cuatro jurisdicciones han aplicado la reciprocidad de la medida nacional finlandesa de flexibilidad, que la JERS recomendó en enero de 2018. En la medida se asignaba un nivel mínimo del 15 % a la ponderación media del riesgo de los préstamos hipotecarios sobre inmuebles residenciales de las entidades de crédito que utilizan el método IRB (véase sección 2.3.3). Suecia, el Estado miembro con mayores exposiciones al sector inmobiliario de Finlandia, aplicó la reciprocidad de la medida en diciembre de 2017.



3 Seguimiento de 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 de referencia. 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 comparecencias ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, y de otros aspectos institucionales. Por último, la sección concluye con un repaso de las conferencias y seminarios organizados durante el período analizado y una referencia a las publicaciones de la JERS.

3.1 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 «aplicar o explicar». Esto significa que los destinatarios de las recomendaciones —como la UE en su conjunto, los Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), las Autoridades Nacionales de Supervisión (ANS) y la Comisión Europea— 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 titulado «Handbook on the assessment of compliance with ESRB recommendations» (en adelante, «el Manual»)⁴⁵, que se revisó en abril de 2016.

En las subsecciones siguientes se describen las cinco evaluaciones del cumplimiento de las recomendaciones realizadas durante el período analizado. Se evaluó el cumplimiento de la totalidad o de parte de lo dispuesto en las siguientes recomendaciones: Recomendación JERS/2012/1 sobre fondos del mercado monetario; Recomendación JERS/2012/2 sobre la financiación de las entidades de crédito; Recomendación JERS/2014/1 para orientar en la fijación de porcentajes del colchón anticíclico; Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países, y Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial.

⁴⁵ [Handbook on the assessment of compliance with ESRB recommendations](#), JERS, abril de 2016.



3.1.1 Recomendación JERS/2012/1 sobre fondos del mercado monetario

El objetivo de esta recomendación de la JERS es reducir los riesgos sistémicos procedentes de los fondos del mercado monetario (FMM). La recomendación iba dirigida a la Comisión Europea con el fin de que, a través de legislación de la 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 de esta recomendación se ha dividido en dos fases. En la primera, la JERS consideró si la propuesta legislativa de la Comisión Europea cumplía con la recomendación. En la segunda, la JERS analiza el Reglamento de la UE sobre FMM, adoptado con arreglo al procedimiento legislativo ordinario⁴⁶. Esta fase —actualmente en curso— no debe considerarse una evaluación formal, ya que ni el Parlamento Europeo ni el Consejo de la UE son los destinatarios de la recomendación, sino que es una evaluación del contenido del citado Reglamento, teniendo en cuenta las disposiciones de la recomendación.

3.1.2 Recomendación JERS/2012/2 sobre la financiación de las entidades de crédito (actualización del «Summary Compliance Report»)

En octubre de 2017, la JERS concluyó una evaluación del cumplimiento de la subrecomendación A(5) de la Recomendación JERS/2012/2. En ella se recomendaba a la EBA que coordinara la evaluación de los planes de financiación de las entidades de crédito en el ámbito de la UE, incluidos los planes para reducir su dependencia de fuentes de financiación del sector público, así como que evaluara a nivel agregado la viabilidad de dichos planes para el sistema bancario de la UE. Las conclusiones de la evaluación del cumplimiento, parte del seguimiento de la evaluación del resto de esta Recomendación llevada a cabo en 2016, fueron que la EBA había cumplido íntegramente esta subrecomendación.

La JERS decidió no realizar una nueva evaluación de la subrecomendación E(4). Conforme a esta subrecomendación, la EBA debe analizar si existen otros instrumentos financieros que generen gravamen y que puedan beneficiarse de la identificación de buenas prácticas en los marcos nacionales. Dado que la EBA no identificó buenas prácticas en relación con otros instrumentos financieros en el plazo establecido, y teniendo en cuenta su trabajo en curso sobre los activos con cargas, se acordó no evaluar nuevamente esta subrecomendación.

En consecuencia, el «Summary Compliance Report» se actualizó para reflejar la información adicional antes mencionada y se publicó en el sitio web de la JERS en marzo de 2018⁴⁷.

⁴⁶ **Reglamento (UE) 2017/1131** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre los fondos del mercado monetario (DO L 169, 30.6.2017, p. 8).

⁴⁷ Véase **«Summary Compliance Report»**, JERS, marzo de 2018.



3.1.3 Recomendación JERS/2014/1 para orientar en la fijación de porcentajes del colchón de capital anticíclico

En esta recomendación se proporcionan orientaciones sobre la fijación de porcentajes del colchón de capital anticíclico con el objetivo de establecer un enfoque común en toda la UE.

La función de la JERS en estas orientaciones se recoge en el artículo 135 de la Directiva 2013/36/UE. Concretamente, en la recomendación se ofrece orientación a las autoridades designadas enumerando una serie de principios que han de observarse al analizar y fijar los porcentajes del colchón anticíclico aplicables en sus respectivos Estados miembros. Asimismo, se proporcionan orientaciones sobre otras cuestiones relevantes al determinar este porcentaje: i) la medición y el cálculo de la brecha de crédito-PIB; ii) el cálculo del porcentaje de colchón de referencia y de la pauta de colchón; iii) las variables que señalan la acumulación de riesgos que afectan al conjunto del sistema asociados con períodos de crecimiento excesivo del crédito, y iv) las variables que indican que el colchón anticíclico debe mantenerse, reducirse o liberarse totalmente.

El plazo para que los destinatarios informaran a la JERS, al Consejo de la UE y a la Comisión Europea sobre el grado de aplicación de la recomendación finalizó el 30 de junio de 2016. La evaluación del cumplimiento de esta recomendación está en marcha (se inició en mayo de 2017) y está previsto que se concluya para septiembre de 2018.

3.1.4 Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón de capital anticíclico para exposiciones frente a terceros países

El objetivo de esta recomendación es promover un enfoque coherente en toda la UE para el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón de capital anticíclico 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 colchón anticíclico fijados por las autoridades de terceros países, determinen dichos porcentajes para las exposiciones frente a terceros países y establezcan porcentajes más bajos cuando se reduzcan o se materialicen riesgos en un tercer país. Las exposiciones del sector bancario de un Estado miembro a terceros países podrían dar lugar a pérdidas potencialmente significativas en caso de que un tercer país frente al que el sector bancario del Estado miembro tenga exposiciones importantes experimente una recesión económica tras un período de crecimiento excesivo del crédito.

Siguiendo el calendario establecido en la recomendación, la JERS llevó a cabo una evaluación de las subrecomendaciones B(1) y B(2) y de la recomendación D⁴⁸. El propósito de la recomendación B es asegurar que cuando las autoridades nacionales designadas (AND) ejerzan las competencias de fijación de un porcentaje de colchón anticíclico para exposiciones frente a un tercer país determinado, establezcan un porcentaje al mismo nivel. De acuerdo con la

⁴⁸ El plazo para que los destinatarios remitieran información sobre el grado de aplicación de las subrecomendaciones B(1) y B(2) y de la recomendación D finalizó el 31 de diciembre de 2016. El plazo para enviar los informes relativos a la aplicación de la recomendación A, la subrecomendación B(3) y la recomendación C finaliza el 31 de diciembre de 2020, por lo que no formaron parte de la evaluación más reciente de la aplicación de la recomendación.



subrecomendación B(1), cada AND debe contar con una metodología para la identificación anual de terceros países materiales. En virtud de la subrecomendación B(2), la AND debe vigilar los riesgos derivados de un crecimiento excesivo del crédito en terceros países materiales una vez al año como mínimo, salvo que estos países ya sean objeto de seguimiento por la JERS conforme a la Decisión JERS/2015/3⁴⁹. El objetivo de la Recomendación D es asegurar que las AND modifiquen sus estrategias y sistemas de comunicación a fin de incorporar las decisiones sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes de colchón anticíclico para exposiciones a terceros países.

El grado de cumplimiento de la subrecomendación B(1), la subrecomendación B(2) y la recomendación D fue, en general, elevado. Habida cuenta de que el plazo para la remisión de los informes sobre el cumplimiento del resto de la recomendación por los destinatarios finaliza el 31 de diciembre de 2020, está previsto que el «Summary Compliance Report» se publique una vez concluida la evaluación.

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

El objetivo de esta recomendación es promover la coordinación de la política macroprudencial en la UE y evitar que los proveedores de servicios financieros eludan las medidas macroprudenciales nacionales. En particular, se recomienda a las autoridades activadoras pertinentes que evalúen los efectos transfronterizos de sus propias medidas de política macroprudencial con carácter previo a la solicitud de reciprocidad. Además, establece los procedimientos que se han de seguir al presentar una solicitud de reciprocidad y al notificar la aplicación recíproca de medidas de política macroprudencial de otras autoridades competentes. Por último, la recomendación incluye una lista de medidas de política macroprudencial adoptadas por otras autoridades pertinentes que se actualiza continuamente y cuya aplicación recíproca recomienda la JERS.

La evaluación del seguimiento de la recomendación se inició en el primer trimestre de 2018 y se basa en la información facilitada por los destinatarios hasta el 30 de junio de 2017, el plazo establecido en la recomendación. Se espera que la evaluación se concluya para diciembre de 2018.

⁴⁹ Véase la **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, JERS, 11 de diciembre de 2015.



3.2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

3.2.1 Presentación de información al Parlamento Europeo

La JERS informa periódicamente al Parlamento Europeo de sus actividades de conformidad con el artículo 19 del Reglamento de la JERS⁵⁰. En consonancia con estas obligaciones de rendición de cuentas y de información, el presidente de la JERS comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON, en sus siglas en inglés) del Parlamento Europeo. Estas comparecencias 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. Estos comunicados proporcionan a los miembros del Parlamento Europeo información general sobre la posición de la JERS en relación con la coyuntura de riesgos sistémicos procedentes de los distintos sectores financieros y sobre las opciones de política macroprudencial recomendadas.

En las comparecencias, 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 de estas iniciativas. A continuación se resumen los aspectos principales de las dos comparecencias más recientes.

En la comparecencia del 29 de mayo de 2017 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente de la JERS analizó el trabajo desarrollado por la institución en relación con los riesgos sistémicos del sector financiero no bancario y puso de relieve los riesgos identificados en el segundo «EU Shadow Banking Monitor»⁵¹, en concreto:

- los riesgos de liquidez y de apalancamiento excesivo de determinados tipos de fondos de inversión que invierten en activos menos líquidos al tiempo que ofrecen participaciones con posibilidad de reembolso diario, o que están muy apalancados;
- los riesgos de apalancamiento y de liquidez en el contexto del uso de derivados y de operaciones de financiación de valores, y
- los riesgos de interconexión y de contagio entre distintas partes del sector financiero y dentro del sistema bancario en la sombra, como posibles canales amplificadores de tensiones sistémicas.

El presidente de la JERS señaló la necesidad de establecer un conjunto integral y flexible de herramientas macroprudenciales para el sector financiero no bancario. Instrumentos como los requerimientos de márgenes y recortes de valoración para los derivados y las operaciones de

⁵⁰ **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).

⁵¹ **EU Shadow Banking Monitor**, nº 2, JERS, mayo de 2017.



financiación de valores, así como los requerimientos de liquidez y de apalancamiento de los fondos de inversión, deberían ser objeto de una investigación más exhaustiva, y los marcos de recuperación y resolución para las ECC y las empresas de seguros deberían elaborarse adoptando una perspectiva macroprudencial. Por último, el presidente de la JERS mencionó la publicación de un análisis de la política macroprudencial en la UE en 2016⁵².

En la comparecencia del 20 de noviembre de 2017 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, el presidente de la JERS se centró en cuatro temas:

- los avances en el marco de política macroprudencial, en particular en relación con el uso del colchón de capital anticíclico y los instrumentos relacionados con el sector inmobiliario;
- el informe de la JERS sobre las implicaciones de la NIIF 9 para la estabilidad financiera⁵³;
- las contribuciones de la JERS al marco de política macroprudencial del sector financiero no bancario, en concreto, su dictamen sobre el proyecto de propuesta de la presidencia relativo a un marco de recuperación y resolución para las ECC, y la postura de la JERS en relación con un marco de recuperación y resolución para las empresas de seguros, y
- la atención prestada por la JERS al análisis y seguimiento de los mercados de derivados de la UE.

El presidente de la JERS también señaló que la institución estaba llevando a cabo un análisis de los riesgos en los mercados de inmuebles comerciales de la UE. Este análisis confirmó la existencia de importantes lagunas de información sobre el sector, lo que dificulta la vigilancia macroprudencial. Así pues, el presidente instó a las autoridades competentes a que trabajen en la aplicación de la Recomendación de la JERS sobre la eliminación de lagunas de información sobre bienes inmuebles⁵⁴.

Además de las comparecencias 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.

3.2.2 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. La composición del Comité Director cambió durante el período analizado: el mandato de Luis M. Linde, gobernador del Banco de España, concluyó en diciembre de 2017. En su 25ª reunión ordinaria, la Junta General nombró presidente del CTC a Philip R. Lane, gobernador del Central Bank of Ireland, por un período de tres años. La primera reunión del CTC presidida por el gobernador Lane se celebró en

⁵² **A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016**, JERS, abril de 2017.

⁵³ **Financial stability implications of IFRS 9**, JERS, julio de 2017.

⁵⁴ **Recomendación JERS/2016/14** sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles, JERS, 31 de octubre de 2016.



agosto de 2017. El 1 de marzo de 2018, el profesor Javier Suárez asumió la presidencia del CCC, y el anterior presidente —el profesor Richard Portes— pasó a ocupar la vicepresidencia del Comité en esa misma fecha.

Entre el 1 de abril de 2017 y el 31 de marzo de 2018, la JERS tenía 33 grupos de trabajo activos, que celebraron un total de 126 reuniones y 357 teleconferencias para realizar las tareas que les habían sido asignadas.

El BCE presta apoyo a la JERS, y la Secretaría se ocupa del trabajo diario de la institución.

El jefe de la Secretaría de la JERS es Francesco Mazzaferro y su subjefe, Tuomas Peltonen. De conformidad con el Reglamento (UE) n.º 1096/2010 del Consejo⁵⁵, el BCE asegura el funcionamiento de la Secretaría de la JERS proporcionándole apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. En 2017, el BCE prestó apoyo a la JERS mediante la asignación de 60,6 puestos de trabajo equivalentes a jornada completa. De estos, 28,8 empleados trabajaron en la Secretaría y 31,8 se dedicaron a otras funciones de apoyo. Los costes directos incurridos por el BCE ascendieron a 9,3 millones de euros, cifra a la que hay que sumar los costes indirectos de otros servicios de apoyo que la JERS comparte con el BCE (como recursos humanos, tecnologías de la información y administración general). Durante ese período, otras instituciones miembros de la JERS proporcionaron alrededor de 64,7 puestos de trabajo equivalentes a jornada completa para prestar apoyo analítico en el marco de los grupos de trabajo de la JERS y de la presidencia de estos grupos.

El 31 de marzo de 2017, la Junta General de la JERS adoptó la Decisión JERS/2017/2 por la que se modifica el Reglamento interno de la JERS⁵⁶, en vista de la Decisión del Comité Mixto del EEE n.º 198/2016⁵⁷ y de la Decisión (UE) 2016/117⁵⁸ del Consejo. En virtud de esta Decisión, el Reglamento de la JERS se incorporó al anexo IX (Servicios financieros) del Acuerdo EEE y la participación en la JERS se hizo extensiva a los representantes de las autoridades competentes de Islandia, Liechtenstein y Noruega, más allá del ámbito de aplicación del artículo 9(5) del Reglamento de la JERS, aunque con limitaciones específicas en lo que respecta al debate sobre la situación de entidades o Estados miembros de la UE concretos.

⁵⁵ **Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo**, de 17 de noviembre de 2010, por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO L 331, 15.12.2010, p. 162).

⁵⁶ Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 31 de marzo de 2017, por la que se modifica la Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero de 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (**JERS/2017/2**), DO C 124, 21.4.2017, p. 3, y Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero de 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2011/1), DO C 58, 24.2.2011, p. 4, modificada por la Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 12 de octubre de 2016, por la que se modifica la Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de enero de 2011, por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2016/13), DO C 437, 25.11.2016, p. 8, respectivamente.

⁵⁷ **Decisión del Comité Mixto del EEE n.º 198/2016** de 30 de septiembre de 2016, DO J 46, 23.2.2017, p.1.

⁵⁸ **Decisión (UE) 2016/1171 del Consejo**, de 12 de julio de 2016, relativa a la posición que se debe adoptar, en nombre de la Unión Europea, en el Comité Mixto del EEE en lo que se refiere a determinadas modificaciones del anexo IX (Servicios financieros) del Acuerdo EEE, DO L 193, 19.7.2016, p. 38.



3.3 Conferencias, seminarios y publicaciones de la JERS

3.3.1 Conferencias y seminarios

En 2017, la JERS organizó diversas conferencias y seminarios como parte de su labor de promover el debate sobre la política macroprudencial. En abril de 2017 se celebró un seminario sobre el diseño de herramientas de política macroprudencial y la evaluación de su efectividad, organizado por el Magyar Nemzeti Bank en colaboración con el Centre for Economic Policy Research y la JERS. Su objetivo era facilitar el diálogo entre los responsables de la política macroprudencial y los investigadores con el fin de profundizar en el conocimiento compartido de esta política. En junio de 2017, la JERS, junto con el BCE y el Fondo Monetario Internacional (FMI), celebró un seminario sobre la formulación de políticas macroprudenciales para el sector inmobiliario. La JERS organizó también una conferencia centrada en el análisis de los riesgos sistémicos en colaboración con el Suomen Pankki (Banco de Finlandia) y RiskLab en la Arcada University of Applied Sciences. Su objetivo principal era adoptar métodos y técnicas de otras disciplinas que utilizan enfoques intensivos en tecnologías de la información, nuevas fuentes de datos, representaciones visuales o interfaces interactivas, entre otros instrumentos, para identificar y evaluar los riesgos sistémicos. Por último, en la segunda Conferencia Anual de la JERS, los ponentes debatieron acerca de consideraciones jurídicas de la regulación macroprudencial, de los retos y el futuro de la banca en la UE, de la gestión de los préstamos dudosos (NPL) en el sector bancario de la UE, de la identificación y evaluación de los riesgos del sistema bancario en la sombra y de la política macroprudencial relativa al sistema financiero no bancario (véase recuadro 5).

Recuadro 5

Conferencia Anual de la JERS celebrada los días 21 y 22 de septiembre de 2017

Los días 21 y 22 de septiembre de 2017, la JERS celebró su segunda Conferencia Anual, que incluyó dos discursos de destacados ponentes, dos mesas redondas y tres sesiones. 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, puso de relieve las tareas que aún quedan por hacer para preservar la estabilidad financiera. Aunque reconoció que la capacidad de resistencia del sector bancario había aumentado después de la crisis, señaló que la interacción entre las políticas monetaria y macroprudencial seguía siendo uno de los principales motivos de preocupación en el período posterior a la crisis. Asimismo, consideró la gestión de «los restantes problemas heredados de la crisis» a través de la resolución efectiva de los activos ya deteriorados y la mejora de la contabilización de los activos deteriorados en el futuro. La creciente importancia del sector financiero no bancario, junto con las conclusiones del informe «EU Shadow Banking Monitor» de la JERS, pone de manifiesto la naturaleza transfronteriza de los sistemas bancario y bancario en la sombra, lo que subraya la necesidad de cooperación internacional en el seguimiento y el tratamiento de los riesgos intersectoriales.

Considerando las áreas que están dificultando la recuperación de determinados Estados miembros, el vicepresidente de la Comisión Europea, Valdis Dombrovskis, presentó el Plan de acción de la Comisión, adoptado por el Consejo en julio de 2017, con el fin de abordar los NPL.



Las cuatro áreas principales que han de considerarse son: 1) la mejora de las políticas supervisoras; 2) la introducción de reformas estructurales y legales; 3) la potenciación de mercados secundarios para los NPL, y 4) la reestructuración del sector bancario. Tobias Adrian, director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI, analizó las relaciones entre la política macroprudencial y las vulnerabilidades financieras. Se instó a no subestimar los cambios en las condiciones financieras, siempre que tengan efectos cuantificables plasmados en aumentos de la volatilidad económica, ya que pueden afectar negativamente al crecimiento del PIB a través de diversos canales económicos.

Estos discursos prepararon el terreno para los debates de las mesas redondas, que se centraron en aspectos jurídicos de la regulación macroprudencial y en la ejecución de la política macroprudencial en el sector financiero no bancario. Los participantes debatieron sobre los modelos jurídicos más eficaces para la ejecución de las políticas macroprudenciales, incluidos los aspectos transfronterizos de la adopción y el cumplimiento de los instrumentos jurídicos. En concreto, se destacaron los problemas legales asociados a la resolución de entidades sistémicas y los obstáculos para un intercambio de información y una coordinación efectivas entre autoridades de jurisdicciones diferentes. Además, se exploró la posibilidad de aplicar herramientas ya existentes al sector financiero no bancario, el desarrollo y la priorización de nuevas herramientas macroprudenciales, y los retos y oportunidades relacionados con su implementación.

En la conferencia se presentaron trabajos de investigación sobre las implicaciones de tres temas concretos: 1) los retos y el futuro de la banca en la UE; 2) cómo abordar los NPL en el sector bancario de la UE, y 3) el seguimiento de los riesgos del sistema bancario en la sombra. De la conferencia surgieron tres ideas principales. En primer lugar, se señaló que los desarrollos tecnológicos y el entorno de tipos de interés persistentemente bajos son los principales desafíos para mantener o mejorar la rentabilidad del sector bancario de la UE. En segundo lugar, las múltiples dimensiones de los NPL hacen de su gestión una prioridad esencial para restablecer la sostenibilidad del sistema bancario en algunos Estados miembros y requieren medidas correctoras adecuadas. En tercer lugar, es necesario definir de forma sistemática qué es la banca en la sombra y posteriormente reunir la información pertinente para contribuir a la elaboración de un marco adecuado de seguimiento de los riesgos.

Por último, Marco D'Errico y Tarik Roukny fueron galardonados con el premio de investigación de la JERS de 2017 en memoria de Ieke van den Burg por el trabajo titulado «Compressing over-the-counter markets», que se presentó en la conferencia.

3.3.2 Publicaciones

Las publicaciones de la JERS están disponibles en su sitio web e incluyen avisos, recomendaciones, dictámenes, informes de cumplimiento, comentarios, documentos ocasionales, informes de la JERS, documentos de trabajo y otras publicaciones de la institución.

En el anexo puede consultarse una lista de todas las publicaciones (incluidos los instrumentos jurídicos) publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2017 y el 31 de marzo de 2018.



Anexo

Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2017 y el 31 de marzo de 2018

Recomendaciones

14/02/2018

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 7 de diciembre de 2017, sobre los riesgos de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión (JERS/2017/6)

13/02/2018

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 8 de enero de 2018, 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/2018/1)

15/12/2017

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de octubre de 2017, 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/2017/4)

Dictámenes

16/03/2018

Opinion of the European Systemic Risk Board of 9 March 2018 regarding French notification of a stricter national 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 and investment firms (ESRB/2018/3) and the related report

15/03/2018

Opinion of the European Systemic Risk Board of 16 February 2018 regarding Belgian notification of a stricter national 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 and investment firms (ESRB/2018/2) and the related report

07/12/2017

Opinion of the European Systemic Risk Board of 7 December 2017 regarding Cypriot notification of a stricter national 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 and investment firms (ESRB/2017/5) and the related report



30/08/2017

Opinion of the European Systemic Risk Board of 19 July 2017 regarding Finnish notification of a stricter national 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 and investment firms (ESRB/2017/3) and the related report

29/06/2017

Opinion of the European Systemic Risk Board of 13 March 2017 regarding Belgian notification of a stricter national 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 and investment firms (ESRB/2017/1) and the related report

Informes de cumplimiento

05/03/2018

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

Documentos Ocasionales

29/03/2018

Documento Ocasional n.º 14 titulado «Indicators for the monitoring of central counterparties in the EU», Emanuel Alfranseder, Paweł Fiedor, Sarah Lapschies, Lucia Országhová y Paweł Sobolewski

31/07/2017

Documento Ocasional n.º 13 titulado «A new database for financial crises in European countries», Marco Lo Duca, Anne Koban, Marisa Basten, Elias Bengtsson, Benjamin Laus, Piotr Kusmierczyk, Jan Hannes Lang, Carsten Detken (editor) y Tuomas Peltonen (editor)

17/07/2017

Documento Ocasional n.º 12 titulado «Assessing the cyclical implications of IFRS 9 – a recursive model», Jorge Abad y Javier Suárez

Informes de la JERS

27/02/2018

Final report on the use of structural macroprudential instruments in the EU

17/08/2017

Regulatory risk-free yield curve properties and macroprudential consequences

17/08/2017

Recovery and resolution for the EU insurance sector: a macroprudential perspective

17/07/2017

Financial stability implications of IFRS 9



11/07/2017

Resolving non-performing loans in Europe

29/05/2017

EU Shadow Banking Monitor, número 2, mayo de 2017

21/04/2017

Revision of the European Market Infrastructure Regulation

13/04/2017

A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016

Documentos de Trabajo

13/03/2018

Documento de Trabajo n.º 72 titulado «Clearinghouse-Five: determinants of voluntary clearing in European derivatives markets», Paweł Fiedor

01/03/2018

Documento de Trabajo n.º 71 titulado «Resolving a Non-Performing Loan crisis: the ongoing case of the Irish mortgage market», Fergal McCann

01/03/2018

Documento de Trabajo n.º 70 titulado «The variance risk premium and capital structure», Babak Lotfaliei

19/02/2018

Documento de Trabajo n.º 69 titulado «When gambling for resurrection is too risky», Divya Kirti

16/02/2018

Documento de Trabajo n.º 68 titulado «Business cycles and the balance sheets of the financial and non-financial sectors», Alonso Villacorta

29/01/2018

Documento de Trabajo n.º 67 titulado «Positive liquidity spillovers from sovereign bond-backed securities», Peter G. Dunne

29/01/2018

Documento de Trabajo n.º 66 titulado «How effective are sovereign bond-backed securities as a spillover prevention device?», David Cronin y Peter G. Dunne

29/01/2018

Documento de Trabajo n.º 65 titulado «Sovereign bond-backed securities: a VAR-for-VaR and Marginal Expected Shortfall assessment», Maite De Sola Perea, Peter G. Dunne, Martin Puhl y Thomas Reininger

16/01/2018

Documento de Trabajo n.º 64 titulado «Short-selling bans and bank stability», Alessandro Beber, Daniela Fabbri, Marco Pagano y Saverio Simonelli



16/01/2018

Documento de Trabajo n.º 63 titulado «Banks' maturity transformation: risk, reward, and policy», Pierluigi Bologna

15/12/2017

Documento de Trabajo n.º 62 titulado «The demand for central clearing: to clear or not to clear, that is the question», por Mario Bellia, Roberto Panzica, Lorian Pelizzon y Tuomas Peltonen

15/12/2017

Documento de Trabajo n.º 61 titulado «Discriminatory pricing of over-the-counter derivatives», Harald Hau, Peter Hoffmann, Sam Langfield y Yannick Timmer

15/12/2017

Documento de Trabajo n.º 60 titulado «Crises in the modern financial ecosystem», Giovanni di Lasio y Zoltan Pozsar

01/12/2017

Documento de Trabajo n.º 59 titulado «ETF arbitrage under liquidity mismatch», Kevin Pan y Yao Zeng

15/11/2017

Documento de Trabajo n.º 58 titulado «Syndicated loans and CDS positioning», Iñaki Aldasoro y Andreas Barth

15/11/2017

Documento de Trabajo n.º 57 titulado «Why are banks not recapitalized during crises?», Matteo Crosignani

01/11/2017

Documento de Trabajo n.º 56 titulado «A macro approach to international bank resolution», Dirk Schoenmaker

20/10/2017

Documento de Trabajo n.º 55 titulado «Collateral scarcity premia in euro area repo markets», Massimo Ferrari, Claudia Guagliano y Julien Mazzacurati

15/09/2017

Documento de Trabajo n.º 54 titulado «Networks of counterparties in the centrally cleared EU-wide interest rate derivatives market», Paweł Fiedor, Sarah Lapschies y Lucia Országhová

01/08/2017

Documento de Trabajo n.º 53 titulado «Two Big Distortions: Bank Incentives for Debt Financing», Jesse Groenewegen y Peter Wierds

14/07/2017

Documento de Trabajo n.º 52 titulado «Asset Encumbrance, Bank Funding and Fragility», Toni Ahnert, Kartik Anand, Prasanna Gai y James Chapman



14/07/2017

Documento de Trabajo n.º 51 titulado «The missing links: A global study on uncovering financial network structures from partial data», Kartik Anand, Iman van Lelyveld, Ádám Banai, Soeren Friedrich, Rodney Garratt et al.

30/06/2017

Documento de Trabajo n.º 50 titulado «Equity versus bail-in debt in banking: an agency perspective», Caterina Mendicino, Kalin Nikolov y Javier Suarez

30/06/2017

Documento de Trabajo n.º 49 titulado «Wholesale funding dry-ups», Christophe Pérignon, David Thesmar y Guillaume Vuilleme

14/06/2017

Documento de Trabajo n.º 48 titulado «Banking integration and house price comovement», Augustin Landier, David Sraer y David Thesmar

14/06/2017

Documento de Trabajo n.º 47 titulado «The real effects of bank capital requirements» by Henri Fraise, Mathias Lé y David Thesmar

09/06/2017

Documento de Trabajo n.º 46 titulado «Simulating fire-sales in a banking and shadow banking system», Susanna Calimani, Grzegorz Hałaj y Dawid Żochowski

09/06/2017

Documento de Trabajo n.º 45 titulado «Use of unit root methods in early warning of financial crises», Timo Virtanen, Eero Tölö, Matti Virén y Katja Taipalus

02/05/2017

Documento de Trabajo n.º 44 titulado «Compressing over-the-counter markets», Marco D'Errico y Tarik Roukny

02/05/2017

Documento de Trabajo n.º 43 titulado «Coherent financial cycles for G7 countries: Why extending credit can be an asset», Yves S. Schüler, Paul P. Hiebert y Tuomas A. Peltonen

03/04/2017

Documento de Trabajo n.º 42 titulado «A dynamic theory of mutual fund runs and liquidity management», Yao Zeng

03/04/2017

Documento de Trabajo n.º 41 titulado «Financial frictions and the real economy», Mario Pietrunti

Otras publicaciones de la JERS

28/02/2018

ESRB response to the ESMA Consultation Paper on draft guidelines on anti-procyclicality margin measures for CCPs



27/02/2018

Opinion to the European Commission on structural macroprudential buffers

31/01/2018

Adverse scenario for the EBA 2018 EU-wide banking sector stress test

29/01/2018

Report of the High-Level Task Force on Safe Assets

20/12/2017

ESRB risk dashboard, número 22, diciembre de 2017

28/09/2017

ESRB risk dashboard, número 21, septiembre de 2017

31/07/2017

European financial crises database

28/07/2017

JERS – Informe Anual 2016

25/07/2017

Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework

29/06/2017

ESRB risk dashboard, número 20, junio de 2017



© Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2018

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 2018. La terminología y las abreviaturas pueden consultarse en el [glosario de la JERS](#) (disponible solo en inglés).

ISSN	1977-5164 (pdf)
ISBN	978-92-9472-050-4(pdf)
DOI	10.2849/503960 (pdf)
Número de catálogo UE	DT-AA-18-001-ES-N (pdf)