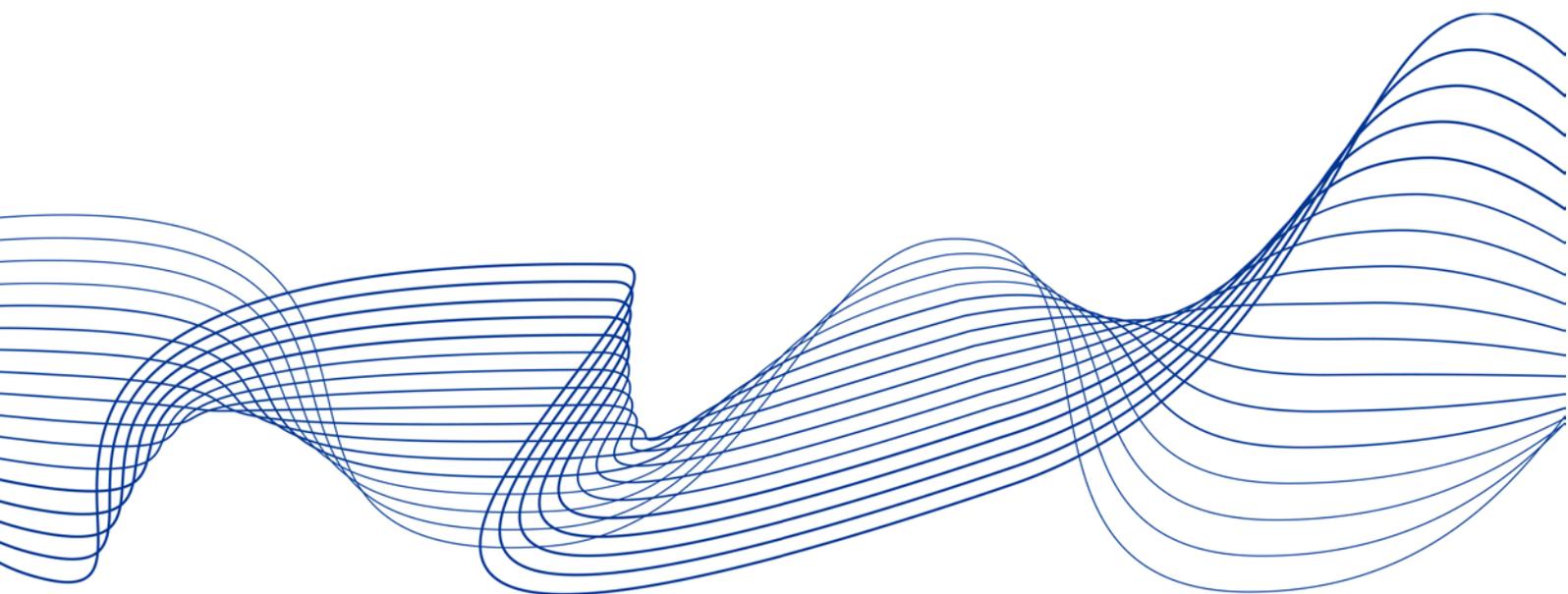


Informe Anual

2020



JERS
Junta Europea de Riesgo Sistémico
Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Índice

Prólogo	3
Resumen	5
1 Resumen de los principales riesgos sistémicos en la Unión Europea	9
Recuadro 1 Documento del Comité Científico Consultivo sobre los preparativos para un aumento de las insolvencias de empresas después de la pandemia	15
Recuadro 2 «Más bajos durante más tiempo» – cuestiones de política macroprudencial derivadas de los bajos tipos de interés	16
2 La respuesta de la JERS a la pandemia de COVID-19	20
2.1 Implicaciones para el sistema financiero de los sistemas de garantía y de otras medidas fiscales para proteger a la economía real	20
Recuadro 3 Recomendación de la JERS sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/8)	21
2.2 Ilíquidez del mercado y sus implicaciones para las sociedades gestoras de activos y las empresas de seguros	24
2.3 Impacto de las rebajas generalizadas de la calificación de los bonos corporativos sobre los mercados y las entidades en todo el sistema financiero	25
2.4 Restricciones en todo el sistema al pago de dividendos, a la recompra de acciones y a otras distribuciones	27
Recuadro 4 Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19	29
2.5 Riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía	30
Recuadro 5 Recomendación de la JERS sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía	31



3	Contribución de la JERS al marco de políticas	33
3.1	Sector bancario	33
3.2	Sector financiero no bancario	38
3.3	Pruebas de resistencia	41
Recuadro 6	<i>ASC Insights</i> sobre la reforma de las pruebas de resistencia del sector bancario en la UE: reflexiones a la luz del documento de debate de la EBA sobre este tema	43
3.4	Cuestiones transversales	43
4	Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas	46
4.1	Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS	46
4.2	Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales	52
	Anexo 1: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2020 y el 31 de marzo de 2021	55



Prólogo



Me complace presentar el décimo Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2020 y el 31 de marzo de 2021. El Informe Anual es un elemento importante del marco de comunicación de la JERS, cuyo objetivo es garantizar la transparencia y la rendición de cuentas ante los colegisladores de la Unión Europea (UE) y ante los ciudadanos europeos en general.

El año 2020 estuvo determinado por la pandemia de coronavirus (COVID-19), que —más allá de las sobrecogedoras cifras de fallecimientos— devastó las economías de todo el mundo y destruyó los medios de vida de muchas personas. Si bien, al inicio de esta crisis, la capacidad de resistencia del sistema financiero era mayor que antes de la crisis financiera global, las pérdidas en la economía real pueden traducirse en crecientes fragilidades del sistema financiero. Cualquiera de estas fragilidades podía haber alterado el funcionamiento del sector financiero en unos momentos en los que la canalización de la liquidez a la economía era de vital importancia.

En este contexto, la JERS pasó a operar en «modo crisis» durante los meses de abril y mayo de 2020, y celebró sus reuniones de política de manera virtual y con mayor frecuencia. Posteriormente, mantuvo su foco de atención y adoptó medidas para evitar y mitigar los efectos de la pandemia en la estabilidad financiera.

Entre las áreas prioritarias se incluían: i) las implicaciones para el sistema financiero de los programas de garantía para préstamos y de otras medidas fiscales para proteger a la economía real; ii) la iliquidez del mercado y sus consecuencias para las sociedades gestoras de activos y las empresas de seguros; iii) el impacto de las rebajas procíclicas de la calificación de los valores de renta fija sobre los mercados y las entidades; iv) las restricciones en todo el sistema al pago de dividendos, a la recompra de acciones y a otras distribuciones, y v) los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía.

En el Informe Anual se describen detalladamente las medidas adoptadas y se presenta el trabajo relacionado realizado por la JERS. El sector bancario ha sido un foco de especial atención, ya que el aumento del riesgo de crédito asociado al impacto económico de la pandemia solo se hará plenamente visible con el tiempo. Una de las tareas de la JERS es estudiar la forma de utilizar los colchones de capital para garantizar que los bancos puedan proporcionar crédito a la economía real a lo largo del ciclo económico, así como determinar cómo crear capacidad, tanto en el sector público como en el privado, para gestionar un posible aumento de las insolvencias empresariales.

Como las consecuencias económicas y financieras de la pandemia siguen evolucionando con rapidez, el Informe Anual de este año incluye, de manera excepcional, la evaluación de los riesgos realizada por la JERS hasta junio de 2021. Los principales riesgos identificados son: i) un posible aumento de las insolvencias en el sector privado como consecuencia de la profunda recesión mundial, ii) un entorno macroeconómico difícil para las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones, iii) una intensa reevaluación de los riesgos y la emergencia de



iliquidez en los mercados, iv) fuertes correcciones de precios en los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales, y v) la posible reaparición del riesgo de financiación soberana. La evaluación de riesgos que lleva a cabo la JERS también incluye las amenazas generadas por ciberincidentes en todo el sistema, interrupciones en infraestructuras financieras críticas, y riesgos relacionados con el cambio climático y de transición, que siguen siendo factores críticos para la estabilidad financiera a más largo plazo.

Durante el último año, la JERS también hizo un seguimiento de los trabajos que había iniciado antes de la pandemia. Por ejemplo, con vistas a desarrollar un marco macroprudencial para el sector financiero no bancario, la JERS respondió a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión del marco prudencial del sector de seguros y sobre la revisión de las normas que rigen los fondos de inversión alternativos. La JERS también expresó su opinión sobre los informes de la Autoridad Europea de Valores y Mercados relativos a diferentes aspectos de la compensación centralizada.

Durante el período analizado en el Informe, varios apreciados y valiosos colegas cesaron en sus cargos y se efectuaron nuevos nombramientos. Quisiera expresar mi sincero agradecimiento a Richard Portes, anterior presidente y vicepresidente del Comité Científico Consultivo, y a Thomas Schepens, anterior copresidente del Grupo de Trabajo de Análisis, por su apoyo prestado al trabajo de la JERS.

Asimismo, quisiera dar una cordial bienvenida a Claudia Buch, vicepresidenta del Deutsche Bundesbank, como vicepresidenta del Comité Técnico Consultivo, a Steven Cecchetti, como vicepresidente del Comité Científico Consultivo, y a Emmanuelle Assouan, como copresidenta del Grupo de Trabajo de Análisis.

Christine Lagarde
Presidenta de la JERS



Resumen

El período analizado, comprendido entre el comienzo de abril de 2020 y el final de marzo de 2021, estuvo dominado por la pandemia de coronavirus (COVID-19). La pandemia generó una perturbación económica extrema que afectó a la economía mundial y de la UE, y un aumento de los riesgos para la estabilidad financiera.

Tras el inicio de la pandemia de COVID-19, las instituciones de la UE, los Gobiernos nacionales, los bancos centrales y las autoridades de supervisión y de resolución tomaron medidas sin precedentes para prestar apoyo a la economía. En su respuesta inicial, la Junta General de la JERS identificó y adoptó medidas en cinco áreas prioritarias: las implicaciones para el sistema financiero de los programas de garantía y de otras medidas fiscales para proteger a la economía real; la iliquidez del mercado y sus implicaciones para las sociedades gestoras de activos y las empresas de seguros; el impacto de las rebajas generalizadas de la calificación de los valores de renta fija sobre los mercados y las entidades de todo el sistema financiero; las restricciones en todo el sistema al pago de dividendos, a la recompra de acciones y a otras distribuciones, y los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía. Durante 2020, la JERS complementó su respuesta inicial a la crisis con un estudio sobre si podrían adoptarse medidas para ayudar a los bancos a financiar la recuperación. Este trabajo abarcó el uso y la disponibilidad de colchones de capital y el conjunto de instrumentos macroprudenciales más en general; el funcionamiento de los procedimientos de insolvencia empresarial, el funcionamiento del marco de recuperación y resolución de las entidades de crédito, y la gestión de los préstamos dudosos, en particular mediante la transferencia de riesgos a otras partes del sector privado con mayor capacidad de absorción de riesgos.

La JERS ha reevaluado periódicamente los riesgos para la estabilidad financiera generados por la pandemia de COVID-19 y, por tanto, la evaluación de los riesgos que se describe en el presente informe incluye la evolución registrada hasta junio de 2021. La JERS clasificó el riesgo de impagos generalizados en la economía real como un riesgo sistémico severo para la estabilidad financiera de la UE (Riesgo 1). Asimismo, consideró elevados los siguientes riesgos: el riesgo para la estabilidad financiera procedente del difícil entorno macroeconómico para las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones (Riesgo 2); el riesgo originado por la reaparición del riesgo de financiación soberana y de dudas sobre la sostenibilidad de la deuda (Riesgo 3), y el riesgo derivado de la inestabilidad y los focos de iliquidez en los mercados financieros (Riesgo 4). Además, la JERS determinó que los riesgos operacionales que podrían derivarse, por ejemplo, de un ciberincidente en todo el sistema, son elevados (Riesgo 5), y concluyó que es necesario realizar un seguimiento de los riesgos sistémicos relacionados con interrupciones de financiación en infraestructuras financieras críticas (Riesgo 6) y de los riesgos relacionados con el cambio climático (Riesgo 7). Para mejorar el seguimiento de los riesgos, en particular las interconexiones en el conjunto del sector financiero, la JERS emitió una Recomendación sobre el uso de un identificador de entidad jurídica¹.

La JERS contribuyó a garantizar la capacidad de resistencia del sector bancario, en particular en vista del impacto esperado de la crisis del COVID-19. En relación con la cuestión prioritaria de

¹ [Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas \(JERS/2020/12\).](#)



evaluar las implicaciones para la estabilidad financiera de los programas de avales públicos y de otras medidas fiscales, la JERS envió una carta al Consejo de Asuntos Económicos y Financieros en la que apoyaba la cooperación y el intercambio de información entre las autoridades fiscales y macroprudenciales nacionales², así como una recomendación posterior por la que se introducían requisitos mínimos para el seguimiento a escala nacional y se establecía un marco para la presentación de información a la JERS³. Sobre la base de este seguimiento, en febrero de 2021, la JERS publicó un informe sobre las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo adoptadas en relación con el COVID-19⁴. Otra iniciativa clave para mantener la capacidad de resistencia del sistema financiero fue la Recomendación de la JERS sobre la limitación de las distribuciones de capital⁵. La Recomendación estaba dirigida a las entidades de crédito, así como a las empresas de inversión, a las (re)aseguradoras y a las entidades de contrapartida central, y en diciembre de 2020 se amplió mediante una modificación.

La JERS continuó contribuyendo a la coordinación de la política macroprudencial del sector bancario de la Unión. A este respecto, emitió un Dictamen sobre una medida macroprudencial adoptada por Bélgica en virtud del artículo 458 del Reglamento sobre requisitos de capital (RRC), por la que se ampliaba el período de aplicación de su medida más estricta vigente para las ponderaciones de riesgo de las exposiciones inmobiliarias residenciales⁶. La JERS también adoptó un Dictamen sobre una medida macroprudencial adoptada por Francia en virtud del artículo 458 del RRC, por la que se ampliaba el período de aplicación de sus requisitos más estrictos vigentes para las grandes exposiciones frente a grandes sociedades no financieras con niveles elevados de endeudamiento. Otro Dictamen de la JERS se refería a la prórroga de una medida macroprudencial más estricta adoptada por Suecia en virtud del artículo 458 del RRC por la que se fija un nivel mínimo de ponderación de riesgo para las exposiciones inmobiliarias residenciales. La JERS también formuló una Recomendación sobre una medida macroprudencial adoptada en Noruega que establece un colchón de riesgo sistémico⁷. Además, la JERS recomendó que se aplique la reciprocidad a una medida nacional de Luxemburgo no contemplada en el RRC ni en la Directiva sobre requisitos de capital (DRC), así como al colchón de riesgo sistémico mencionado y a las medidas aplicadas de conformidad con el artículo 458 del RRC a los sectores inmobiliarios residencial y comercial de Noruega. En líneas más generales, la JERS siguió realizando un seguimiento de las medidas macroprudenciales adoptadas en la Unión y facilitando el intercambio de opiniones sobre dichas medidas entre sus miembros.

Además de las medidas adoptadas en respuesta a la pandemia de COVID-19, la JERS siguió trabajando en el desarrollo de un conjunto de herramientas macroprudenciales para el sector

² [Letter to the Members of the ECOFIN regarding the implications of protecting the real economy.](#)

³ [Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia de la COVID-19 \(JERS/2020/8\).](#)

⁴ [ESRB report on the financial stability implications of COVID-19 support measures to protect the real economy.](#)

⁵ [Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 \(JERS/2020/7\).](#)

⁶ [Opinion of the European Systemic Risk Board of 18 February 2021 regarding Belgian notification of an extension of the period of application 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 \(ESRB/2021/1\).](#)

⁷ [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 December 2020 regarding Norwegian notification of its intention to set a systemic risk buffer rate in accordance with Article 133 of Directive \(EU\) 2013/36/EU \(ESRB/2020/14\) y el informe adjunto.](#)



financiero no bancario. En concreto, la JERS hizo sugerencias a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) sobre diversas cuestiones relacionadas con la compensación centralizada, así como sobre cómo mejorar los aspectos macroprudenciales de las normas de Solvencia II para las empresas de seguros y la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés)⁸. En lo que respecta a la compensación centralizada, la JERS colaboró con la AEVM en soluciones de compensación central para los sistemas de planes de pensiones, los servicios de reducción de riesgos posnegociación en el contexto de la obligación de compensación, y en relación con las normas sobre presentación de información, calidad de los datos, acceso a los datos e inscripción de los registros de operaciones con arreglo al Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado revisado (EMIR Refit). La JERS también emitió un dictamen dirigido a la AEVM sobre la clasificación y posterior reconocimiento de entidades de contrapartida central de terceros países que prestan servicios en la Unión Europea. Por lo que se refiere al sector de seguros, la JERS remitió su respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de Solvencia II, en la que formulaba propuestas de herramientas macroprudenciales en relación con el capital, la liquidez y aspectos intersectoriales incluidos en un informe publicado en febrero de 2020. También hizo hincapié en la necesidad de seguir velando por que los riesgos se reflejen adecuadamente en el marco de Solvencia II y de establecer un marco armonizado de recuperación y resolución en toda la Unión Europea. En cuanto a los fondos de inversión, la JERS remitió su respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la revisión de Solvencia II. En la respuesta se consideró la idoneidad del marco de presentación de información y el acceso a los datos para el seguimiento del riesgo sistémico, la necesidad implementar los instrumentos de política macroprudencial existentes y el desarrollo en curso del marco de política macroprudencial para los fondos de inversión.

La JERS también proporcionó escenarios adversos para las pruebas de resistencia de las Autoridades Europeas de Supervisión. En cuanto al sector bancario, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) aplazó a 2021 la prueba de resistencia que había previsto realizar en 2020, para la que la JERS ya había proporcionado un escenario macrofinanciero adverso en ese año. Para reflejar su evaluación de riesgos más reciente, la JERS presentó un nuevo escenario a la EBA en enero de 2021. Por lo que respecta al sector de seguros, la JERS facilitó un escenario adverso para la prueba de resistencia de este sector a escala de la UE de 2021 de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación. Por lo que se refiere a los fondos del mercado monetario, la JERS proporcionó a la AEVM un conjunto recalibrado de factores de riesgo para garantizar que el escenario fuera más severo que cualquier movimiento observado en los mercados durante marzo de 2020, que abarcaba todos los factores de riesgo.

Como parte de las obligaciones de rendición de cuentas y de información de la JERS, su presidenta compareció ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo. En las comparecencias, la presidenta facilitó a los miembros del Parlamento Europeo información de primera mano sobre los fundamentos de las iniciativas adoptadas por la JERS, entre las que se incluían las medidas adoptadas en respuesta a la pandemia de COVID-19.

Al igual que en años anteriores, la JERS organizó una serie de seminarios y conferencias para promover el debate sobre política macroprudencial entre los interesados. Como consecuencia de

⁸ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).



la pandemia de COVID-19, estos actos, así como las reuniones periódicas de la JERS, se llevaron a cabo virtualmente, utilizando tecnología de videoconferencia. Como parte de su mandato, celebró su reunión anual con el Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores y con los auditores legales de las entidades financieras de importancia sistémica mundial (EISM), así como de las empresas de seguros de importancia sistémica mundial, radicadas en la UE. La reunión, que tiene por objeto informar a la JERS sobre los desarrollos sectoriales o sobre cualquier hecho significativo ocurrido en las EISM, se centró en el impacto inmediato y a largo plazo de la pandemia de COVID-19 en las entidades de crédito y las empresas de seguros, en cómo puede afectar la pandemia a la labor de auditoría y en el papel de los auditores en la prevención del fraude contable. Debido a la pandemia de COVID-19, la JERS no celebró su Conferencia Anual.



1 Resumen de los principales riesgos sistémicos en la Unión Europea

La pandemia de COVID-19 provocó una crisis sanitaria global sin precedentes y una recesión económica profunda. Las rápidas y numerosas medidas de apoyo adoptadas en los ámbitos monetario, fiscal y prudencial contribuyeron a contener la crisis del COVID-19, en particular, manteniendo unas condiciones de financiación favorables, estabilizando las rentas de los hogares y proporcionando liquidez a las empresas. Con todo, la actividad económica se contrajo con intensidad en el segundo trimestre de 2020. El impacto económico de la pandemia ha sido muy heterogéneo como consecuencia de la acusada dispersión del crecimiento del valor añadido en los distintos sectores de la economía y en los Estados miembros. La relajación de las medidas de confinamiento hacia finales del segundo trimestre propició un fuerte repunte de la actividad económica en el tercero. En 2020, el PIB real experimentó un retroceso del 6,9 % en la zona del euro y del 6,2 % en la UE debido, en gran parte, a la considerable caída del consumo privado (resultante del pronunciado aumento del ahorro forzoso y por motivo precaución) y de la inversión.

Aunque la distribución de las vacunas sirvió para anclar las expectativas a medio plazo, las nuevas olas de contagios de COVID-19 lastraron la recuperación de la economía. El repunte de la demanda mundial y las medidas fiscales adicionales adoptadas sostuvieron la actividad económica. No obstante, la segunda y la tercera ola de contagios y el consiguiente endurecimiento de las medidas de contención afectaron a la actividad económica en el último trimestre de 2020 y en el primer trimestre de 2021. Pese a que la actividad ha resistido bien en el sector de manufacturas, en los servicios —en particular en aquellos intensivos en contacto— se ha visto seriamente limitada, pero algo menos que en la primavera de 2020. A corto plazo, la incertidumbre ha continuado siendo elevada, debido a los retrasos en la distribución de las vacunas y a las dudas sobre su efectividad para combatir las mutaciones del virus causante del COVID-19. Para reducir las disparidades existentes hasta que la incertidumbre disminuya y la recuperación económica esté firmemente asentada, es esencial seguir aplicando políticas que contribuyan a mantener unas condiciones de financiación favorables y una orientación fiscal expansiva.

A medio plazo, el grado de incertidumbre también es significativo, ya que el alcance de los cambios estructurales permanentes en los patrones de oferta y de demanda sigue sin estar claro. Cabe esperar que estos cambios estructurales tengan efectos (positivos y negativos) notables en los flujos de efectivo y en la rentabilidad de sectores concretos, así como que, posiblemente, ahonden las divergencias económicas existentes entre los Estados miembros como consecuencia de las diferencias en la composición del valor añadido de cada país. Tales cambios estructurales también podrían tener repercusiones para la estabilidad financiera, ya que los sectores en los que el impacto está siendo temporal, pero intenso, así como aquellos que están experimentando secuelas permanentes, están sujetos a crecientes presiones sobre la solvencia y a un aumento de las insolvencias empresariales. Esto podría agudizarse si se producen cambios abruptos (*cliff effects*) originados por una retirada prematura de las medidas de apoyo público, en especial en los países en los que la preocupación sobre el limitado espacio fiscal disponible y los elevados niveles de deuda soberana pueden restringir el apoyo fiscal adicional.

La principal fuente de riesgo sistémico en la UE tiene su origen en el impacto de la pandemia sobre la actividad económica, que puede generar un aumento de las presiones



sobre la solvencia del sector privado con efectos de retroalimentación en el sistema financiero. Hasta ahora, las rápidas y amplias medidas de apoyo público han contribuido a amortiguar la caída de los flujos de efectivo del sector empresarial. Sin embargo, los programas de apoyo de los Gobiernos están pasando a ser más focalizados y se retirarán paulatinamente, lo que en buena medida dependerá de la percepción del espacio fiscal disponible en cada Estado miembro. Sin embargo, cuanto más dure la crisis, mayor será el deterioro de los balances de las sociedades no financieras. Aumentará el número de empresas que se quedarán sin margen para aplicar medidas de ahorro de costes a corto plazo y que agotarán sus reservas de tesorería para compensar la disminución de los flujos de efectivo. Asimismo, las sociedades no financieras tendrán que afrontar cada vez con más frecuencia un incremento de la carga financiera, que es el lado negativo de la fuerte dependencia de las medidas de apoyo a la liquidez, de gran calado, adoptadas en 2020. Los estudios basados en datos individuales de las empresas sugieren que el número de empresas en dificultades podría incrementarse de manera significativa. El hecho de que las medidas de apoyo a la liquidez predominaran en las fases iniciales de la crisis se plasmó en un crecimiento del 6,7 %, en términos nominales, del saldo vivo de préstamos concedidos por las instituciones financieras monetarias de la zona del euro a las sociedades no financieras entre el final de 2019 y el final de 2020. Este crecimiento fue particularmente pronunciado en los países de la UE en los que estas sociedades registraban unos niveles de deuda elevados antes de la crisis, lo que acrecentó la heterogeneidad entre países. En conjunto, las sociedades no financieras utilizaron gran parte de la financiación adicional obtenida en el segundo trimestre de 2020 para aumentar las reservas de tesorería, con lo que la deuda neta se mantuvo prácticamente estable ese trimestre. No obstante, se observó una heterogeneidad considerable entre los distintos subsectores y países, reflejo de que el impacto de la crisis del COVID-19 fue muy asimétrico, ya que la deuda neta se incrementó de forma sustancial en los subsectores más afectados. Por otra parte, las empresas de países con altos niveles de deuda empresarial registraron las mayores caídas de los excedentes brutos de explotación, debido a las diferencias en la magnitud y en la composición sectorial de la perturbación económica. El éxito de los esfuerzos por contener las presiones sobre la solvencia del sector de sociedades no financieras también determinará el alcance de los efectos de contagio al sector financiero.

Hasta ahora, las entidades de crédito de la UE han mostrado una capacidad de resistencia relativa durante la crisis del COVID-19. Cuando comenzó la pandemia, la situación de las entidades era mucho más sólida que al inicio de la crisis anterior. Cabe destacar que han sido capaces de seguir proporcionando financiación a la economía real durante la crisis actual y de responder al acusado aumento de la demanda de préstamos que se produjo en el segundo y el tercer trimestre de 2020 que, en parte, estuvo impulsado por los avales públicos para préstamos. En consecuencia, el crédito a empresas y hogares continuó creciendo en 2020, aunque se ralentizó en la segunda mitad del año.

Con todo, muchas entidades de crédito se enfrentan a una combinación de creciente preocupación por la calidad de los activos, continuación de las presiones sobre la rentabilidad, persistencia de los problemas estructurales y, en algunos países, unos niveles reiteradamente elevados de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) preexistentes. Aunque los ratios de préstamos dudosos todavía no han aumentado, el volumen de préstamos en vigilancia especial (clasificados en la etapa 2 con arreglo a la NIIF 9) y de préstamos reestructurados ha comenzado a incrementarse, en particular en el caso de los préstamos sujetos a moratorias y a otros programas de apoyo público. El deterioro de la calidad de los activos y las mayores necesidades de provisiones podrían incidir en el nivel de capital de las entidades, que ya están experimentando debilidades estructurales, como la baja rentabilidad. Cabe destacar que la considerable dispersión en la dotación de provisiones por parte de las entidades de crédito



europas podría ser indicativa de una insuficiente dotación de provisiones en ciertos segmentos del sector bancario.

Para afrontar estos retos inminentes, los bancos deben reconocer y provisionar los préstamos dudosos nuevos cuanto antes y mejorar su capacidad interna de gestión y resolución de la cartera de dudosos. El reconocimiento de pérdidas en una fase temprana será fundamental para aumentar la transparencia de los balances bancarios, ya que, si no se reconocen hasta que finalicen las moratorias y los programas de avales para préstamos, se acrecentaría el riesgo de que se produzcan cambios abruptos que podrían desencadenar bruscos procesos de desapalancamiento. También será esencial no repetir los errores de crisis anteriores, en las que los préstamos dudosos se acumularon en los balances de los bancos europeos durante años y lastraron de forma significativa la expansión del crédito y, simultáneamente, el crecimiento económico.

Las entidades de crédito deben hacer uso de todas las opciones de resolución de los préstamos dudosos. Estas opciones incluyen la reestructuración de deuda, la venta de préstamos dudosos y la conversión de deuda en capital. Para muchas entidades, ello implica la necesidad de aumentar de forma sustancial su capacidad organizativa con el fin de aplicar las políticas más eficientes de resolución de estos préstamos. Esto es crucial porque un largo proceso de resolución puede llevar a que empresas viables, pero sobreendeudadas, pasen a estar en «situación de resolución y liquidación» (*gone concern*), lo que generaría pérdidas de bienestar adicionales.

Los esfuerzos orientados a prepararse para un aumento de los préstamos dudosos también han de incluir medidas fuera de los ámbitos micro- y macroprudencial. En particular, es necesario reformar los marcos de insolvencia y sobre ejecución de garantías, así como reforzar la capacidad de los sistemas judiciales para evitar cuellos de botella. Asimismo, contar con unos mercados secundarios profundos y eficientes de préstamos dudosos ayudaría a acelerar los procesos de resolución a través de la venta de esos préstamos. Por ello, la Junta General de la JERS acogió con satisfacción la comunicación sobre préstamos dudosos publicada por la Comisión Europea en diciembre de 2020⁹.

Hay margen para mejorar la orientación de las medidas de apoyo público. En este ámbito, una mayor concreción de las medidas aumentaría su efectividad al evitar prestar apoyo a: i) empresas que sean capaces de sobrevivir sin respaldo y, ii) empresas inviables que, a larga, estén abocadas a la quiebra, incluso con apoyo público. En el futuro, las medidas de apoyo público tendrán que reorientarse y pasar de la defensa del *statu quo* anterior a la pandemia a estar más focalizadas en ayudar a las empresas viables a adaptarse al mundo pospandemia. La retirada gradual de las medidas aplicadas de forma generalizada está especialmente justificada si retrasan el reconocimiento de las pérdidas crediticias.

Las políticas para hacer frente a la carga financiera de empresas viables, pero sobreendeudadas, cobraron mayor importancia. Las medidas extraordinarias de apoyo público adoptadas durante la crisis fueron más efectivas para abordar los déficits de liquidez que para subsanar las deficiencias en materia de solvencia. Por ello, los Gobiernos de la UE empezaron a complementar las actuaciones de respaldo a la liquidez con medidas de apoyo a la solvencia, como inyecciones de capital y de instrumentos de cuasi capital a empresas viables, con el fin de contener el efecto económico negativo de los crecientes niveles de deuda del sector privado. Dado que las pequeñas y medianas empresas (pymes) se han visto más golpeadas por la crisis que las

⁹ *Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic*, comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo, 16 de diciembre de 2020.



de mayor tamaño y que la financiación bancaria sigue siendo, con diferencia, la principal fuente de financiación de las primeras, es posible que los aumentos del capital a través de la reestructuración de la deuda acumulada en los balances bancarios deban desempeñar un papel decisivo. Otra opción complementaria podría consistir en la conversión (parcial y focalizada) en capital de los avales públicos para préstamos, bajo la condición estricta de que se apliquen mecanismos adecuados de reparto de cargas con otros acreedores. No obstante, este enfoque podría hacer necesario que los Gobiernos amplíen su capacidad de seguimiento y evaluación de la situación financiera de las empresas con miras a evitar aliviar la carga financiera de empresas inviables.

Asimismo, los Estados miembros deben revisar y mejorar los procedimientos de ejecución de garantías, así como reforzar la capacidad de los sistemas judiciales para evitar cuellos de botella. La reforma de estos procedimientos podría reducir su duración, facilitar la transferencia de los activos de garantía a los acreedores, y acelerar la venta y la valoración de dichos activos. Por otra parte, la reforma de la legislación sobre insolvencias empresariales y recuperación de deudas podría facilitar la convergencia de los marcos de insolvencia en toda la UE. La adopción rápida de la propuesta de Directiva de la UE sobre los administradores de créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales¹⁰ facilitaría la ejecución extrajudicial de garantías con miras a reducir los costes de resolución de los préstamos dudosos y eliminaría los obstáculos para su venta a compradores de créditos especializados. Además, los marcos de reestructuración preventiva podrían contribuir al saneamiento de los balances de empresas con modelos de negocio viables. El desarrollo de estos marcos con arreglo a la Directiva de la UE sobre reestructuración e insolvencia de 2019 antes de que finalice el plazo de transposición ayudaría a evitar procedimientos judiciales largos y costosos, y mermaría la posibilidad de congestión de los tribunales que tramitan procedimientos de insolvencia.

El impacto negativo sobre el capital de las entidades de crédito de un posible nuevo aumento de las provisiones acrecienta asimismo la necesidad de intensificar los esfuerzos para impulsar la eficiencia operativa, también a través de la consolidación. Unos procesos de consolidación adecuadamente diseñados pueden contribuir a abordar el problema del exceso de capacidad de la banca minorista simplificando las redes de distribución que se solapan.

Los mercados de la vivienda han mostrado capacidad de resistencia a la crisis del COVID-19, pero las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario residencial han seguido aumentando. Los precios de la vivienda continuaron subiendo en 2020, lo que intensificó aún más los riesgos de sobrevaloración ya existentes en varios Estados miembros antes de la crisis. En algunos países, la mayor sobrevaloración coincide con un nivel persistentemente alto de endeudamiento de los hogares —lo que incrementa la vulnerabilidad de sus balances— sobre todo si va unido a unas ratios de deuda sobre ingresos (DTI, por sus siglas en inglés) elevadas. La capacidad de resistencia del mercado inmobiliario residencial se ha visto respaldada por diversos factores, entre ellos el efecto mitigador de las medidas de apoyo público sobre la renta real disponible de los hogares y el mantenimiento de unas condiciones de financiación extremadamente favorables.

En comparación con la notable capacidad de resistencia del mercado inmobiliario residencial, el de inmuebles comerciales se vio gravemente afectado por la crisis del COVID-19. Las operaciones de este último descendieron a una tasa interanual de alrededor del 50 % en los tres últimos trimestres de 2020, como consecuencia de la caída de la demanda de los inversores tanto nacionales como internacionales, que fue más acusada en el caso de la demanda

¹⁰ [Propuesta de Directiva de la UE sobre los administradores de créditos, los compradores de créditos y la recuperación de las garantías reales.](#)



externa. Los precios de las oficinas y los locales comerciales fueron los más perjudicados, pero con grandes diferencias entre países. El segmento de locales comerciales puede verse afectado con más dureza por el cambio de comportamiento a largo plazo asociado a un aumento permanente de la cuota de mercado del comercio electrónico. Además, aunque una proporción sustancial de los empleados irán volviendo a sus centros de trabajo a medida que la pandemia remita, cabe esperar que el trabajo en remoto desempeñe un papel mucho más relevante en el futuro. Esto podría dar lugar a una recuperación «en forma de K» en la que el impacto sobre los inmuebles de más calidad que puedan adaptarse a unos requisitos sanitarios más estrictos sería menor. Hacia finales de 2020, las noticias positivas sobre las vacunas influyeron en los índices de precios, y las mayores ganancias correspondieron a los segmentos más perjudicados por la pandemia (es decir, locales comerciales y oficinas).

Las turbulencias que se produjeron en los mercados al inicio de la pandemia de COVID-19 fueron un recordatorio del riesgo de inestabilidad y de focos de iliquidez en los mercados financieros.

El estallido de la pandemia intensificó la aversión al riesgo de los inversores y provocó una reevaluación generalizada del riesgo, así como un aumento de la demanda de activos seguros y líquidos. La fuerte caída que experimentaron los precios de los valores de renta variable y de renta fija cuando comenzó la pandemia contribuyeron a absorber liquidez de otros mercados (búsqueda rápida de liquidez o «dash for cash»), lo que generó graves tensiones de liquidez en algunos segmentos de los mercados. Todo esto se vio exacerbado por los ajustes de los márgenes de garantía en las operaciones con derivados, que tuvieron ramificaciones en otros mercados. Los reembolsos a los inversores, junto con el deterioro de la liquidez de los activos mantenidos por los fondos de inversión, dificultaron la gestión de la liquidez en algunas categorías de fondos del mercado monetario y de renta fija privada.

Las turbulencias relacionadas con la pandemia que se produjeron en los mercados financieros en marzo de 2020 fueron seguidas de un repunte notable de los precios de los activos.

Tras estas turbulencias, las condiciones financieras mejoraron como resultado de la adopción rápida y generalizada de medidas de política monetaria y fiscal. La publicación de datos macroeconómicos mejores de lo previsto anteriormente, la mayor credibilidad del apoyo público —también como consecuencia del acuerdo político sobre el programa «Next Generation EU» (NGEU) alcanzado el 21 de julio de 2020— y el inicio de la administración de las vacunas contra el COVID-19, han mejorado sustancialmente el sentimiento inversor. Estos factores se han plasmado en una reducción de los diferenciales de crédito y en aumentos de las valoraciones en los mercados de renta variable. En los mercados de deuda soberana de la UE, los rendimientos han descendido de forma gradual, pese al incremento perceptible de las ratios de deuda pública en relación con el PIB. Asimismo, en los mercados de bonos corporativos, los diferenciales de crédito se han estrechado con respecto a los máximos que alcanzaron durante las turbulencias en los mercados de marzo de 2020 y se han aproximado a los niveles previos a la pandemia en todo el abanico de calificaciones crediticias. Tras el repunte, estos diferenciales se han mantenido en cotas muy por debajo de las observadas durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana de la zona del euro, y parecen haber disminuido ante las previsiones de beneficios empresariales y las perspectivas relativas a las calificaciones crediticias, sobre todo en el segmento de alta rentabilidad (*high-yield*) del mercado de bonos corporativos.

Los intermediarios financieros no bancarios han asumido más riesgos. El entorno de tipos de interés bajos sigue reforzando los incentivos para que los inversores aumenten su exposición a activos de mayor riesgo con el fin de obtener más rentabilidad. A medida que las entradas en los fondos de inversión de la zona del euro se recuperaron durante 2020, los intermediarios financieros no bancarios incrementaron sus exposiciones a la deuda de las sociedades no



financieras de menor calificación, al tiempo que ampliaron la duración de sus carteras de deuda de este sector. Esto ha acrecentado su vulnerabilidad a salidas de fondos, sobre todo porque los cambios de valoración repercuten en los inversores y pueden llevarles a reevaluar el riesgo de crédito de las sociedades no financieras. Aunque los fondos de renta fija privada aumentaron de forma transitoria sus tenencias de efectivo a raíz de las turbulencias registradas en los mercados en marzo de 2020, posteriormente, sus posiciones de tesorería han disminuido hasta situarse en niveles anteriores a la crisis. El sector de fondos de inversión está ahora más expuesto a activos menos líquidos, lo que lo ha intensificado su vulnerabilidad a salidas considerables de fondos en caso de que vuelvan a registrarse tensiones graves en los mercados.

El riesgo de una posible corrección abrupta de los precios de los activos se ha incrementado, en un contexto de creciente preocupación sobre la sobrevaloración de estos precios en algunos segmentos de los mercados. Existe el riesgo de que, al menos en algunos segmentos de los mercados, las valoraciones de los activos no reflejen por completo el aumento de las vulnerabilidades de las empresas de ciertos sectores observado desde el comienzo de la crisis, en especial el creciente apalancamiento, la caída de la rentabilidad y el deterioro de la capacidad para atender el pago de la deuda. Por otra parte, la subida continua de los precios de los activos de riesgo —además de plasmar la mejora de las perspectivas macroeconómicas— también refleja la búsqueda de rentabilidad en el entorno de tipos de interés «más bajos durante más tiempo» (recuadro 2), así como las expectativas de mantenimiento de las medidas extraordinarias de apoyo público.

Los riesgos para la estabilidad financiera también pueden proceder de los efectos de contagio a Europa del aumento de los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de Estados Unidos. La rápida recuperación de la economía estadounidense, que en parte se ha visto propiciada por la adopción de un amplio paquete de medidas de estímulo fiscal, dio lugar a una mejora de las expectativas de inflación que se plasmó en un incremento de los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo. Esto fue un recordatorio de la sensibilidad de las valoraciones de los activos a los cambios en las expectativas sobre el rumbo futuro de las políticas monetaria y fiscal en Estados Unidos. El riesgo de materialización de tales cambios podría verse agudizado por la incertidumbre sobre la función de reacción de la Reserva Federal tras la reciente modificación del régimen de política monetaria. Los efectos de contagio asociados a un nuevo incremento de los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de Estados Unidos podrían afectar a la actividad económica de la UE si la mayor pendiente de la curva de rendimientos precediera de forma perceptible a la recuperación económica de la UE. El incremento de los rendimientos de la deuda soberana podría propagarse a otras clases de activos, incluidos los bonos corporativos, y posiblemente provocarían un endurecimiento de las condiciones de financiación de las sociedades no financieras. Del mismo modo, si bien, hasta ahora, la traslación a Europa del incremento de los rendimientos de la deuda soberana de Estados Unidos registrado en febrero y marzo ha sido moderada, un aumento de los rendimientos de la deuda soberana europea ostensiblemente más acusado que el que se observa en la actualidad podría tener un efecto negativo en la dinámica de la deuda, sobre todo en los países que ya tenían un nivel elevado de deuda cuando comenzó la crisis del COVID-19.



Recuadro 1

Documento del Comité Científico Consultivo sobre los preparativos para un aumento de las insolvencias empresariales después de la pandemia

En enero de 2021, el Comité Científico Consultivo (ASC, por sus siglas en inglés) publicó un documento de la serie *ASC Insights*¹¹ titulado «Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies», cuyos autores son Bo Becker y Martin Oehmke. En este trabajo se presenta una perspectiva económica sobre las disyuntivas asociadas a la gestión de un aumento potencial de las insolvencias empresariales después de la pandemia. Los autores sostienen que el principal reto de la gestión de estas posibles insolvencias será distinguir entre empresas viables y aquellas que han dejado de serlo debido a los cambios estructurales que se han producido en su entorno económico. En consecuencia, es fundamental que las medidas de intervención estén adecuadamente focalizadas. En el caso de las empresas viables, las medidas que se apliquen deberían tratar de facilitar la reestructuración de la deuda recurriendo a procedimientos de insolvencia formales o informales y, en las no viables, tendrían que propiciar la reasignación de recursos hacia usos más productivos.

En el documento también se hace referencia a algunas cuestiones concretas relacionadas con la perturbación del COVID-19: i) aunque las pequeñas empresas se han visto particularmente afectadas por esta perturbación, a menudo, los procedimientos formales de insolvencia no son los más eficientes para ellas, sobre todo cuando afrontan procesos de reestructuración; ii) las autoridades competentes deben tener presente la congestión existente tanto en los procedimientos de insolvencia formales como en los informales, y las políticas que se apliquen deben dirigirse a incrementar la capacidad institucional, y iii) habida cuenta del papel dominante de los bancos en la financiación de las sociedades no financieras europeas, la reestructuración de la deuda de este sector acumulada en los balances bancarios será esencial para prestar apoyo a las empresas viables, pero sobreendeudadas; es posible que esta tarea se vea facilitada si se aborda la falta de incentivos regulatorios y contables para acometer reestructuraciones.

¹¹ Los autores de los *ASC Insights* son uno o varios miembros del ASC, que presentan brevemente temas de relevancia macroprudencial para la Junta General de la JERS.



Recuadro 2

«Más bajos durante más tiempo» – Cuestiones de política macroprudencial derivadas de los bajos tipos de interés

El contexto macrofinanciero sigue caracterizándose por unos tipos de interés nominales muy bajos o negativos, y es posible que este entorno de tipos reducidos, así como los cambios estructurales que ha inducido, genere riesgos que pueden poner en peligro la estabilidad financiera y requerir medidas de carácter macroprudencial y de mitigación.

De cara al futuro, los factores subyacentes al entorno de tipos bajos son acordes con un escenario en el que los tipos de interés y la inflación se mantienen en niveles reducidos durante un período largo. Desde los años ochenta, los cambios en la estructura y en el funcionamiento de la economía real han provocado descensos tanto del tipo de interés real natural (o neutral) de equilibrio R^* como del componente de prima de riesgo de los tipos de interés nominales¹². Tras la crisis financiera global (CFG), los cambios regulatorios y el aumento de la aversión al riesgo de las entidades financieras impulsaron en mayor medida la demanda de activos seguros, lo que comprimió más las primas por plazo y redujo las expectativas de inflación, así como los tipos reales y nominales. La hipótesis del «estancamiento secular» abarca muchos de los factores de demanda y de oferta que dieron lugar a desequilibrios estructurales entre la demanda de inversión y la oferta de ahorro a escala mundial y, en consecuencia, a la caída de los tipos reales de equilibrio globales¹³. La perspectiva del «ciclo financiero» en lo que respecta a la evolución observada a raíz del deterioro de los balances provocado por la CFG puede ser acorde con el escenario de tipos «más bajos durante más tiempo»¹⁴.

Además, los estudios realizados sugieren que la perturbación del COVID-19 puede acentuar la tendencia a la baja de los tipos de interés nominales y reales, así como aumentar la probabilidad y la duración de un escenario de tipos bajos durante un período largo, que pasaría a ser de «tipos aún más bajos durante aún más tiempo». Los efectos globales de esta perturbación en la macroeconomía y en los tipos de interés aún son difíciles de predecir. Con todo, la mayor parte de los análisis en los que se utilizan series temporales muy largas para identificar episodios similares a los de la pandemia de COVID-19, o en los que las interacciones económicas derivadas de la perturbación generada por la pandemia y las medidas adoptadas en respuesta se modelizan de forma más estructurada, llegan a la conclusión de que la perturbación del COVID-19 ha presionado más a la baja los tipos de interés reales de mercado y el tipo de interés real natural¹⁵.

¹² Durante la «Gran Moderación», factores financieros como la liberalización de los mercados financieros y de crédito, unas políticas monetarias excesivamente expansivas y unas expectativas demasiado optimistas sobre las perspectivas macroeconómicas y financieras futuras pudieron contribuir a un aumento excesivo de la oferta de financiación, a la compresión de las primas de riesgo y a la reducción de los tipos de interés reales y nominales.

¹³ Entre los factores determinantes de la caída de R^* se incluyen: i) la evolución demográfica, como la mayor esperanza de vida y el menor crecimiento de la población; ii) la disminución de los precios (relativos) de los bienes de inversión; iii) el menor ritmo de innovación tecnológica; iv) el aumento de la riqueza y de la desigualdad de renta; v) las crecientes tasas de ahorro en los países en desarrollo y el consiguiente incremento de la demanda de activos emitidos por las economías avanzadas, y vi) la evolución de la ratio consumo-riqueza.

¹⁴ En circunstancias normales, en la perspectiva del «ciclo financiero» se esperaría que los tipos de interés retrocedan a niveles «normales» cuando se resuelvan las restricciones de balance.

¹⁵ Véanse Jordà *et al.* (2020), Holston *et al.* (2017), Holston *et al.* (2020), Leduc y Liu (2020), y Kozłowski *et al.* (2020).



Algunas reformas regulatorias emprendidas en los años posteriores a la crisis financiera trataron de aumentar la capacidad de resistencia de las entidades financieras¹⁶, pero la larga duración de este entorno ha seguido sometiendo a presión a estas entidades y generando riesgos que pueden suponer una amenaza para la estabilidad financiera. Los riesgos asociados a la sostenibilidad de los modelos de negocio de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de pensiones se han agudizado desde 2016 y, en general, se han mantenido en cotas elevadas. En el entorno de tipos de interés bajos, entre 2016 y 2021, la asunción generalizada de riesgos se ha intensificado en la banca y en los fondos de inversión, y continúa planteando importantes riesgos para la estabilidad financiera en todos los sectores financieros (entidades de crédito, empresas de seguros y fondos de pensiones, fondos de inversión y mercados financieros). Como consecuencia de este entorno y de la pandemia, cabe esperar que, en el futuro, el endeudamiento de algunos segmentos de los sectores de hogares, sociedades no financieras y público siga incrementándose de forma significativa, lo que podría desembocar en dificultades en caso de que se produzca una perturbación que afecte a las primas de riesgo. Los cambios estructurales en el sistema financiero también pueden generar riesgos en el entorno de tipos de interés bajos. Un sistema financiero más basado en los mercados aporta beneficios mediante la diversificación de las fuentes de financiación de la economía, pero también puede comportar una mayor interconexión, más sensibilidad a los riesgos de mercado y un aumento de la vulnerabilidad a las perturbaciones de liquidez.

En el análisis se identificaron cuatro áreas principales de preocupación que pueden requerir la adopción de medidas macroprudenciales para mitigar los riesgos que plantea el entorno de tipos de interés bajos. Estas áreas son las siguientes: la rentabilidad y la resiliencia de las entidades de crédito; el endeudamiento y la viabilidad de los prestatarios; el riesgo de liquidez sistémico, y la sostenibilidad de los modelos de negocio de las empresas de seguros y los fondos de pensiones que garantizan rendimientos a más largo plazo.

El entorno de tipos de interés bajos ha agravado los problemas estructurales existentes en el sector bancario de la UE, como el exceso de capacidad y las ineficiencias de costes. Por ello, es primordial identificar a las entidades de crédito inviables y gestionar oportunamente los problemas de viabilidad a través de una intervención o de una salida ordenada, dado el papel central que desempeña el sistema bancario en la economía de la UE. A este respecto, la JERS propondría: eliminar las barreras que impiden un funcionamiento eficiente del mercado y reconsiderar el marco de gestión de entidades en dificultades; suprimir los posibles obstáculos para la consolidación del sector bancario; replantear los incentivos para la transformación digital y la mejora de la eficiencia de costes de este sector, y reexaminar las restricciones legales a la aplicación de tipos de interés negativos a los depósitos.

¹⁶ Basilea III y la NIF9 se implementaron después de la CFG con el objetivo de incrementar la capacidad del sector bancario para resistir perturbaciones adversas, mientras que la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (DRRB) y la creación de la Junta Única de Resolución (JUR) tenían por objeto facilitar una salida ordenada del sector bancario. La transposición correcta a la legislación del Dictamen de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) sobre la revisión de 2020 del marco de Solvencia II reduciría los riesgos que plantea el entorno de tipos de interés bajos para el sector de seguros. En cuanto a los fondos de pensiones, la implementación de la Directiva relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo, conocida como Directiva IORP II (por sus siglas en inglés) y la transferencia del riesgo a los clientes aminora los riesgos derivados del entorno de tipos bajos. Por último, en lo que respecta a los fondos de inversión, desde la CFG se realiza un seguimiento reforzado y se han adoptado directrices sobre pruebas de resistencia.



El nivel de endeudamiento de la economía real y del sistema financiero ha aumentado de forma considerable en el entorno de tipos de interés bajos, y se espera que siga creciendo como consecuencia de la perturbación del COVID-19. Las propuestas que ha formulado la JERS para abordar los riesgos derivados de este endeudamiento excesivo son: establecer una capacidad reforzada de seguimiento del crédito y de la deuda que se centre en los niveles y tendencias de endeudamiento de mayor riesgo y vigilar la vulnerabilidad a perturbaciones; introducir medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios dirigidas a los hogares, así como medidas para asegurar la viabilidad económica de las empresas, y permitir la aplicación de políticas orientadas a la reestructuración de empresas viables, además de contar con procedimientos de insolvencia eficientes. El entorno de tipos de interés bajos y los cambios estructurales que ha inducido han aumentado la sensibilidad del sistema financiero a perturbaciones en los mercados y a los riesgos sistémicos de liquidez a través de tres canales generales de transmisión: la acumulación endógena de riesgo, la ilusión de liquidez y las interconexiones dentro del sistema financiero. Las tensiones sistémicas de liquidez que experimentaron los intermediarios financieros durante las turbulencias de marzo de 2020 parecen confirmar lo anterior. En este ámbito, la JERS propone: mejorar la presentación de información sobre liquidez y la eficiencia en el uso de los datos disponibles; realizar pruebas de resistencia de liquidez a todo el sistema, y establecer requerimientos macroprudenciales de liquidez. Además, en la medida en que los cambios estructurales implican pasar de las actividades de banca tradicionales, y los riesgos consiguientes, a la intermediación financiera no bancaria, el entorno de tipos de interés bajos hace necesario el desarrollo de políticas macroprudenciales que se apliquen a otros sectores financieros no bancarios, así como más regulación basada en las actividades. De hecho, la falta de estos instrumentos hace que el conjunto de herramientas macroprudenciales no esté adecuadamente dotado para abordar directamente los riesgos relacionados con los cambios estructurales en el sistema financiero.

El prolongado entorno de tipos de interés bajos ha debilitado la capacidad de resistencia de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones de empleo que ofrecen garantías a más largo plazo¹⁷. Si los precios de los activos de estos dos sectores descendieran de forma abrupta, el mayor valor actual neto de los pasivos —habida cuenta de los reducidos niveles de los tipos de interés— coincidiría con una disminución del valor de los activos, es decir, con un escenario de «doble impacto». A este respecto, la JERS invitaría a las partes interesadas a considerar las medidas que propone en el documento titulado «Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system», JERS (2016)¹⁸, y acogería con satisfacción la adopción del Dictamen de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) en relación con la revisión de Solvencia II¹⁹. En cuanto a los fondos de pensiones de empleo, en la próxima revisión de la Directiva IORP II se deberían tener en cuenta las cuestiones planteadas por la JERS sobre la sostenibilidad de los fondos de pensiones en un entorno de tipos de interés bajos.

Algunos de los instrumentos macroprudenciales existentes se han utilizado para abordar los riesgos para la estabilidad financiera en el entorno de tipos de interés bajos.

¹⁷ Para las empresas de seguros, el prolongado entorno de tipos de interés bajos plantea riesgos significativos derivados de su elevado volumen de pasivos con rentabilidad garantizada, sobre todo en la rama de seguros de vida. En cuanto a los fondos de pensiones, el riesgo más importante en este entorno procede de los pasivos por planes de prestación definida.

¹⁸ **Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system**, JERS, 2016.

¹⁹ **Opinion on the 2020 review of Solvency II**, EIOPA, diciembre de 2020.



Aunque el entorno de tipos de interés bajos se asocia principalmente a factores de riesgo estructural, también puede acentuar la evolución cíclica. Hasta ahora, ningún Estado miembro de la UE ha introducido de forma expresa instrumentos macroprudenciales (por ejemplo, el colchón de capital anticíclico [CCA], el colchón contra riesgos sistémicos [SyRB, por sus siglas en inglés], el colchón sectorial contra riesgos sistémicos [SSyRB, por sus siglas en inglés], o medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios [BBM, por sus siglas en inglés]) con el fin de abordar de manera específica los riesgos sistémicos vinculados al entorno de tipos de interés bajos. Sin embargo, varias autoridades macroprudenciales de la UE han afrontado los riesgos cíclicos recurriendo al colchón de capital anticíclico, al considerar que estos riesgos tienen su origen en factores cíclicos que posiblemente se hayan visto intensificados por el mencionado entorno. Para complementar el uso de los CCA, las autoridades macroprudenciales deberían considerar el establecimiento de colchones de capital para todo el sistema o centrados en determinados sectores (como los SyRB y los SSyRB) con el objetivo de contrarrestar la acumulación de desequilibrios no sincronizados en segmentos de mercado específicos que pueden contribuir a intensificar el riesgo sistémico en el sector bancario. Por último, puede que el entorno de tipos de interés bajos requiera ajustes en el diseño y la calibración de las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios con el fin de que reflejen la capacidad de los hogares para atender el pago de su deuda y tener en cuenta el incremento esperado del endeudamiento de este sector, así como que se consideren las repercusiones de tales medidas en el acceso al mercado por parte de los hogares y su impacto en la desigualdad.



2 La respuesta de la JERS a la pandemia de COVID-19

El impacto inicial de la pandemia de COVID-19 en el sistema financiero repercutió principalmente en los mercados financieros, ya que en marzo de 2020 se registraron fuertes caídas de los precios de los activos y tensiones en algunos mercados (véase sección 1). En consecuencia, muchas de las medidas que adoptó la JERS para evitar y mitigar los efectos de la pandemia en la estabilidad financiera de la Unión estuvieron relacionadas con la financiación de mercado y con el sector financiero no bancario. Las medidas se centraron en las siguientes áreas: iliquidez del mercado y sus implicaciones para las sociedades gestoras de activos y las empresas de seguros; el impacto de las rebajas generalizadas de la calificación de la deuda sobre los mercados y las entidades de todo el sistema financiero, y los riesgos de liquidez resultantes del ajuste de los márgenes de garantía. En cuanto al sector bancario, el objetivo de la respuesta inicial de la JERS fue contribuir a evitar que se produjeran restricciones de crédito. Las medidas abarcaron las implicaciones para el sistema financiero de los sistemas de garantía y de otras medidas fiscales dirigidas a proteger a la economía real, así como las restricciones en todo el sistema al pago de dividendos, a la recompra de acciones y a otras distribuciones. Durante 2020, la JERS complementó su respuesta inicial a la crisis con un estudio sobre si podrían adoptarse medidas para ayudar a las entidades de crédito a financiar la recuperación. En este estudio también se consideró el uso y la disponibilidad de colchones de capital y el conjunto de herramientas macroprudenciales más en general; el funcionamiento de los procedimientos de insolvencia empresarial; el funcionamiento del marco de recuperación y resolución, y la gestión de los préstamos dudosos, también mediante la transferencia del riesgo a otras partes del sector privado con mayor capacidad de absorción de riesgos. En esta sección se describen con más detalle estas medidas.

2.1 Implicaciones para el sistema financiero de los sistemas de garantía y de otras medidas fiscales para proteger a la economía real

Con el fin de proporcionar respaldo a la economía real durante la pandemia de COVID-19, los Gobiernos adoptaron con rapidez paquetes de apoyo sin precedentes. Las medidas fiscales aplicadas, como los avales públicos para préstamos y las ayudas directas, han contribuido a contener el impacto de la pandemia y a evitar la desaparición de empresas viables. Los programas de moratorias de préstamos han prestado apoyo a la liquidez durante la crisis. Las medidas de política monetaria han garantizado unas condiciones de financiación favorables. Junto con las medidas supervisoras, estas actuaciones han estado sosteniendo la economía real. Habida cuenta del elevado grado de integración de las economías de los Estados miembros, las medidas implementadas en el ámbito nacional también pueden tener implicaciones importantes para la estabilidad financiera de toda la UE, en particular efectos de contagio positivos o negativos, así como repercusiones transfronterizas e intersectoriales. Por consiguiente, para asegurar la estabilidad financiera son necesarios una vigilancia y una colaboración estrechas entre las autoridades macroprudenciales nacionales y las autoridades supervisoras y fiscales nacionales. En este contexto, la JERS considera importante establecer un procedimiento integral para realizar un seguimiento de las implicaciones para la estabilidad financiera de la UE de las medidas aplicadas



por las autoridades nacionales para proteger a la economía real en respuesta a la pandemia de COVID-19.

En abril de 2020 se creó un grupo de trabajo bajo los auspicios del Comité Director, con el objetivo de que estudiara esta cuestión y asegurara la recopilación y el intercambio de información relevante entre las autoridades. El 14 de mayo de 2020, la JERS envió una carta a las autoridades fiscales nacionales de la Unión Europea en la que animaba a entablar un diálogo más estrecho desde el principio entre las autoridades nacionales competentes²⁰. El 27 de mayo, la JERS formuló la Recomendación JERS/2020/8²¹ en la que recomienda lo siguiente a las autoridades macroprudenciales nacionales: A) vigilar los elementos del diseño y el uso de las medidas aplicadas en relación con el COVID-19 y sus implicaciones para la estabilidad financiera, y B) comunicar a la JERS estos elementos del diseño y el uso de las medidas (véase recuadro 3). Los datos recopilados con arreglo a la Recomendación B engloban todas las medidas fiscales relevantes para la estabilidad financiera, proporcionando la imagen más completa posible del alcance, el uso y los elementos del diseño de las medidas fiscales aplicadas por los países miembros de la JERS²².

Recuadro 3

Recomendación de la JERS sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/8)

En la Recomendación JERS/2020/8 se recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que vigilen las medidas adoptadas en relación con el COVID-19 y sus implicaciones para la estabilidad financiera, así como que comuniquen a la JERS información sobre sus elementos del diseño y su uso. Esta vigilancia requiere una cooperación estrecha entre las autoridades macroprudenciales nacionales y las autoridades fiscales y de supervisión nacionales. La recomendación contiene dos subrecomendaciones:

Recomendación A – Vigilancia nacional de las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia de COVID-19

Se recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que vigilen y evalúen las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas adoptadas en relación con el COVID-19 por sus Estados miembros, tales como las moratorias de las deudas, los planes públicos de garantía y otras medidas de naturaleza fiscal, con el objetivo de proteger a la economía real. A tal fin, se recomienda que las autoridades macroprudenciales nacionales vigilen los elementos del

²⁰ **ESRB letter to Governments on the financial stability impact of the national guarantee schemes and other fiscal measures.**

²¹ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/8).**

²² La Recomendación (B) dispone que se envíen a la JERS tres plantillas para la comunicación de información: la primera debía remitirse antes del 31 de julio de 2020, inclusive, y las otras dos trimestralmente. Estas plantillas incluyen los elementos de las medidas fiscales (plantilla 1), su uso (plantilla 2) y un cuestionario cualitativo (plantilla 3). Mientras que en las dos primeras se recopila información sobre las medidas fiscales aplicadas, en la tercera se recoge información sobre las principales preocupaciones de carácter cualitativo de las autoridades en relación con las implicaciones de las medidas. Los datos de la plantilla 1 también se publican en el sitio web de la JERS: **Policy measures in response to the COVID-19 pandemic.**



diseño y el uso de estas medidas, así como las posibles implicaciones para la estabilidad financiera mediante indicadores clave como los que se exponen a continuación.

(a) Elementos del diseño y uso de las medidas: en particular, el valor; los tipos de ayuda financiera (como moratorias de deuda, garantías para préstamos, préstamos subvencionados o participaciones en el capital); los beneficiarios y las condiciones para su concesión; duración, e información sobre el uso de la medida (por ejemplo, volumen y número de solicitudes recibidas y aceptadas).

(b) Implicaciones para la estabilidad financiera: en particular, el flujo de crédito a la economía real; la liquidez, la solvencia y el endeudamiento del sector no financiero, y la solidez financiera de las entidades financieras, incluidas las tendencias observadas y previstas de los préstamos dudosos y la capacidad de cumplir los requisitos de liquidez y capital.

Recomendación B – Comunicación de información por parte de las autoridades macroprudenciales nacionales a la JERS

Se recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que faciliten periódicamente a la JERS la información necesaria para que esta vigile y evalúe las implicaciones de las medidas nacionales a que se refiere la recomendación A para la estabilidad financiera de la Unión, que debe incluir la información necesaria para vigilar y evaluar las implicaciones transfronterizas e intersectoriales, puestas a disposición de las autoridades macroprudenciales nacionales a través de los acuerdos de comunicación de información existentes con las entidades financieras, así como cualquier información adicional facilitada por las autoridades fiscales y otros organismos públicos que participen en la aplicación de las medidas.

El 15 de diciembre de 2020, la Junta General de la JERS aprobó un informe sobre las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas de apoyo adoptadas en relación con el COVID-19 para proteger a la economía real²³. En el informe, que se publicó en febrero de 2021, se resumen las labores llevadas a cabo por un grupo de trabajo creado en junio de 2020 bajo los auspicios de la Junta General. El informe muestra que la respuesta fiscal diseñada para respaldar la economía real ha estabilizado el crédito y que el sistema financiero ha seguido funcionando. También identifica prioridades futuras referidas al diseño y la duración de las medidas fiscales, la mejora de la transparencia y de la comunicación de información, y la preparación para posibles escenarios adversos. Las principales conclusiones del informe son las siguientes:

i) El sistema financiero ha seguido proporcionando financiación a la economía real y las pérdidas en las carteras de inversión han sido limitadas. Aun así, la pandemia ha intensificado los riesgos y las vulnerabilidades de la economía real. En la fase inicial de la pandemia, los sectores y los hogares más afectados se vieron sometidos a graves tensiones de liquidez. Sin embargo, la rápida actuación de los Gobiernos ha proporcionado un alivio fundamental. Las medidas fiscales han protegido indirectamente al sector financiero del impacto de la pandemia y han garantizado la continuidad en la prestación de servicios financieros: hasta el 35 % de los nuevos préstamos bancarios concedidos a empresas durante la pandemia ha estado sujeto a tales medidas. Por lo tanto, las actuaciones fiscales han contribuido a evitar la desaparición de empresas viables, y los programas de moratorias han brindado apoyo a la liquidez. Además, la política monetaria ha desempeñado una función de respaldo. Asimismo, los reguladores han hecho

²³ [ESRB report on the financial stability implications of COVID-19 support measures to protect the real economy.](#)



uso de la flexibilidad regulatoria existente y han aliviado las restricciones de balance de las entidades de crédito.

ii) Las diferentes medidas fiscales reflejan, en gran parte, diferencias en la exposición de los países a la pandemia. Por ejemplo, los países más afectados por la pandemia tienden a tener programas más amplios con un uso mayor de los fondos, mientras que aquellos con una proporción más elevada de empleo en sectores vulnerables recurren más a las ayudas directas que a los avales públicos. La aplicación de moratorias está correlacionada positivamente con los niveles de deuda de las sociedades no financieras y los hogares antes de la crisis. Sin embargo, la heterogeneidad observada también refleja diferencias en el espacio fiscal disponible y una posible falta de coordinación de las políticas.

iii) Cuanto más dure la crisis y más débil sea la recuperación económica, mayor será el riesgo de que las pérdidas del sector no financiero puedan afectar al sector financiero. Aunque el grado de incertidumbre es elevado, no puede descartarse la materialización de un escenario adverso. Si las entidades de crédito tuvieran que desapalancarse para cumplir los requisitos de capital impuestos por los reguladores o los mercados, podrían generarse espirales adversas en la economía real y las actividades bancarias transfronterizas podrían verse perjudicadas de manera especialmente acusada. En última instancia, las insolvencias empresariales podrían aumentar y los bancos podrían tener que hacer frente a mayores pérdidas. Por consiguiente, es necesario actuar con prontitud para abordar las vulnerabilidades e incrementar la transparencia de los balances. Si el deterioro de los balances bancarios continúa durante un período prolongado tras la crisis, la recuperación económica y la estabilidad financiera correrían peligro.

Sobre la base de estas conclusiones principales, la JERS ha identificado varios ámbitos que requieren la atención de las autoridades, en particular los relacionados con el diseño y la coordinación de las políticas, el seguimiento de la deuda, la transparencia de los balances y el grado de preparación.

Evitar cambios abruptos. Cuando se fije el calendario de retirada del apoyo público debe haber un equilibrio entre el riesgo de que se produzcan cambios abruptos en el corto plazo, lo que podría suceder si las medidas se retiran de forma prematura y simultánea, y distorsiones a largo plazo no deseadas en los cambios estructurales necesarios en algunos sectores económicos. La magnitud de los problemas de solvencia que puedan surgir en el futuro dependerá del desarrollo de la pandemia, de la solidez de la evolución de los distintos sectores, y de la adecuación de las políticas de respuesta.

Adoptar medidas fiscales focalizadas. Con el tiempo, las medidas fiscales tendrán que aplicarse de manera más focalizada. Será particularmente importante encontrar un equilibrio entre las medidas de liquidez y las medidas de solvencia. Además, las autoridades y los Gobiernos deben promover políticas que fomenten un crecimiento económico sostenible.

Realizar un seguimiento de la sostenibilidad de la deuda privada. Los elevados niveles de deuda de los hogares y de las empresas podrían llegar a ser insostenibles si la crisis económica se prolongara más de lo esperado y la renta y la rentabilidad de los prestatarios no les permitiera hacer frente a las deudas. Esto, a su vez, podría llevar a una acumulación significativa de pérdidas en el sector financiero.

Prepararse para un escenario de mayores tensiones en el sector empresarial. Es importante que las instituciones responsables de gestionar los procedimientos de reestructuración y de insolvencia no registren limitaciones de capacidad y que hagan todo lo que sea necesario para



evitar la destrucción de valor. Afrontar la cuestión de los préstamos dudosos con la mayor prontitud y firmeza posibles es fundamental para garantizar un sistema financiero sólido y estable que promueva un crecimiento sostenible.

Aumentar la transparencia de los balances de las entidades financieras y mejorar la comunicación de información. La continuidad en el acceso al crédito podría tener un efecto estabilizador a corto plazo, pero la concesión de préstamos a empresas inviables puede ir en detrimento del cambio estructural, que se retrasaría, y requerir un ajuste más doloroso a largo plazo. Es necesario un reconocimiento a tiempo y prudente del riesgo de crédito, con el fin de aumentar la transparencia de los balances bancarios.

Coordinar las políticas entre áreas y países. Para afrontar posibles problemas de solvencia será necesario instrumentar respuestas coordinadas entre varias áreas, lo que incluye la legislación en materia de insolvencia, las políticas de empleo y sociales, y la política de competencia.

Durante el primer trimestre de 2021, la JERS siguió vigilando las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas relacionadas con el COVID-19. Los trabajos llevados a cabo se centraron en los riesgos potenciales para la estabilidad financiera que podrían surgir en caso de que los riesgos macroeconómicos no estén suficientemente reflejados, incluido el riesgo de que se produzca un aumento significativo de las quiebras de empresas y de las evaluaciones de riesgo por parte de las entidades, así como en caso de una retirada prematura del apoyo fiscal. Para realizar un seguimiento más adecuado de estos riesgos, el marco de comunicación de información de la Recomendación JERS/2020/8 fue revisado, y ahora también se recopila información sobre cómo tienen previsto abordar las autoridades nacionales las presiones de solvencia en el sector empresarial, por ejemplo, ajustando las medidas de apoyo o promoviendo procesos de reestructuración de la deuda en una fase temprana.

2.2 Ilíquidez del mercado y sus implicaciones para las sociedades gestoras de activos y las empresas de seguros

La fuerte caída de los precios de los activos observada al principio de la pandemia de coronavirus fue acompañada de reembolsos significativos en algunos fondos de inversión y del deterioro de la liquidez en los mercados financieros. Las condiciones de los mercados se estabilizaron tras la adopción de medidas por parte de los bancos centrales, las autoridades de supervisión y los Gobiernos en la UE y en todo el mundo, lo que contribuyó a mitigar el riesgo de que se produjeran nuevas presiones de reembolso, en particular como consecuencia del elevado grado de incertidumbre sobre las perspectivas macroeconómicas.

En este contexto, la Junta General de la JERS adoptó una Recomendación dirigida a la ESMA sobre la coordinación de un ejercicio de supervisión centrado en los fondos de inversión²⁴. El objetivo del ejercicio era evaluar el grado de preparación de determinados segmentos del sector de fondos de inversión ante presiones de reembolso, nuevos descensos de la liquidez de los mercados o un aumento de la incertidumbre en torno a las valoraciones, así como considerar las medidas que podrían ayudar a que estén mejor preparados. El ejercicio incluyó a los fondos de inversión con exposiciones significativas a valores de renta fija privada y al sector inmobiliario, que a juicio de la JERS eran particularmente vulnerables, dado su perfil de liquidez. La

²⁴ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 6 de mayo de 2020 sobre los riesgos de liquidez de los fondos de inversión** (JERS/2020/4).



Recomendación y la respuesta de la ESMA se explican con más detalle en el «Macroprudential Review» de la JERS.

Asimismo, la JERS señaló que las herramientas de gestión de la liquidez a disposición de los gestores de fondos pueden ayudar a reducir la dinámica de «ser el primero en actuar» y a mitigar el riesgo de ventas forzadas de activos. Cada gestor de fondos suele tener a su disposición varias herramientas que puede utilizar en esas situaciones, aunque su disponibilidad sigue sin estar armonizada a escala de la UE²⁵. Estas herramientas incluyen, por ejemplo, ajustes del valor liquidativo (*swing pricing*) y limitaciones al reembolso (*redemption gates*). Algunos gestores de fondos ya emplearon estas herramientas cuando, al principio de la perturbación ocasionada por el coronavirus, se observó un deterioro de la liquidez en los mercados y un aumento de las solicitudes de reembolso. Además de contribuir a proteger a los inversores, el uso de herramientas de gestión de la liquidez a su debido tiempo reduce también el riesgo de que se produzcan ventas forzadas de activos menos líquidos en épocas de tensión, lo que ayuda a protegerse de los efectos adversos para el sistema en su conjunto derivados de una dinámica de ventas forzadas en todo el sistema financiero. Con este fin, la Junta General de la JERS destacó, en una declaración pública²⁶, la importancia de utilizar las herramientas de gestión de la liquidez a su debido tiempo, especialmente por parte de los fondos que invierten en activos menos líquidos o en activos que pasan a ser temporalmente ilíquidos y tienen plazos de reembolso breves.

La JERS también subrayó que el seguimiento de los riesgos de liquidez en el sector de seguros debe mejorar. La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) y los supervisores nacionales de seguros habían considerado el establecimiento de un marco de seguimiento de la liquidez para las empresas de (rea)seguros en respuesta a la pandemia de COVID-19. En una comunicación dirigida a la EIOPA²⁷, la JERS recomendó firmemente a esta autoridad y a sus miembros que ultimaran e implementaran dicho marco sin demora. Más allá de la necesidad de hacer frente a los riesgos y las vulnerabilidades generados por la pandemia de coronavirus, la JERS reiteró que la revisión de Solvencia II brinda a los supervisores la oportunidad de abordar de manera más adecuada el riesgo de liquidez en el sector de seguros, también mediante la mejora de las disposiciones del Pilar 2 para que los supervisores puedan exigir un colchón de liquidez a las empresas de (rea)seguros con un perfil de liquidez vulnerable.

2.3 Impacto de las rebajas generalizadas de la calificación de los bonos corporativos sobre los mercados y las entidades en todo el sistema financiero

Las perturbaciones económicas causadas por la pandemia de coronavirus plantearon el riesgo de que se produjera una oleada de rebajas de la calificación crediticia en el sector de bonos corporativos. Las rebajas de la calificación crediticia de bonos o de entidades con calificación BBB al segmento de alta rentabilidad (*high yield*) —que podrían llegar a ser problemáticas porque los bonos corporativos con calificación BBB representan más de la mitad del

²⁵ Véase la sección 3.2.2, «Mejora de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos».

²⁶ **Use of liquidity management tools by investment funds with exposures to less liquid assets**, JERS, mayo de 2020.

²⁷ **Liquidity risks in the insurance sector**, JERS, junio de 2020.



universo de valores con calificación de grado de inversión²⁸— pueden provocar cambios abruptos y desencadenar ventas. Por ejemplo, los fondos referenciados a un índice tendrían que vender los bonos de esos emisores rápidamente si se eliminaran de la cesta de referencia. Otros fondos de inversión, entidades de crédito, fondos de pensiones y empresas de seguros podrían decidir vender, o verse obligados a hacerlo, por ejemplo, debido a sus límites de riesgo o a sus mandatos de inversión, o con el fin de proteger su solvencia, como harían cuando afrontan un deterioro de la calidad crediticia en sus carteras. Esas ventas podrían generar incrementos considerables de los diferenciales de precios, dada la limitada capacidad de absorción del mercado de bonos de alta rentabilidad, lo que daría lugar a pérdidas para los inversores como consecuencia de la valoración a precios de mercado y a un aumento de los costes de financiación para las empresas. Estas cuestiones se consideran en una nota publicada por la JERS en mayo de 2020²⁹.

La Junta General de la JERS coordinó un análisis agregado (top-down) para evaluar el impacto de un escenario de rebajas generalizadas de la calificación en el sector financiero.

La JERS consideró que era necesario entender mejor los efectos de las rebajas de calificación crediticia para evitar que generen riesgos sistémicos al alterar el funcionamiento de los mercados financieros. El ejercicio —que fue coordinado por la JERS y se llevó a cabo en cooperación con las Autoridades Europeas de Supervisión y el Banco Central Europeo— incluyó a entidades de crédito, fondos de inversión, empresas de seguros, fondos de pensiones y mercados financieros. Consistió en un análisis de sensibilidad para evaluar las posibles repercusiones de las rebajas generalizadas de la calificación de los bonos corporativos y los efectos de posibles ventas forzadas en varios supuestos y escenarios hipotéticos. Los resultados de este análisis muestran que, en un escenario que contempla una fuerte rebaja de la calificación con su correspondiente impacto en las rentabilidades, las entidades financieras de la UE registrarían pérdidas a valor de mercado de entre 150 mm de euros y 200 mm de euros como consecuencia de los efectos de las correcciones de precios (si se consideran bonos emitidos por entidades financieras y sociedades no financieras). Las ventas forzadas de activos en el contexto de unos niveles muy bajos de liquidez en los mercados podrían incrementar entre un 20 % y un 30 % dichas pérdidas, mientras que no puede descartarse que se produjeran efectos de segunda ronda adicionales que generarían más pérdidas³⁰.

La JERS presentó dos propuestas de actuación a medio plazo a la ESMA y a la Comisión Europea, con el fin de mitigar los riesgos asociados a rebajas generalizadas de la calificación³¹.

Las propuestas se centran, en particular, en los dos canales de transmisión de riesgos identificados por la JERS: un posible comportamiento procíclico por parte de los fondos referenciados a índices y en la gestión de activos, por un lado, y de las empresas de seguros, las entidades de crédito y los fondos de pensiones, por otro. En primer lugar, debería considerarse si es factible que el seguimiento y la presentación de información sobre referencias contractuales a las calificaciones crediticias en los mandatos de inversión y en los folletos informativos de los fondos sean más sistemáticos, con el fin de ofrecer a los supervisores una imagen más clara de las áreas en las que pueden surgir riesgos sistémicos. En segundo lugar, la transparencia de las metodologías de las agencias de calificación crediticia debería evaluarse teniendo en cuenta la experiencia adquirida durante la pandemia de COVID-19, y también con miras a explorar la

²⁸ Esta cifra corresponde a los cálculos realizados en el documento **Issues note on liquidity in the corporate bond and commercial paper markets, the procyclical impact of downgrades and implications for asset managers and insurers**, en el que se utilizan datos de los países de la zona del euro y de Bulgaria, la República Checa y Rumanía correspondientes al cuarto trimestre de 2019.

²⁹ **Issues note on liquidity in the corporate bond and commercial paper markets, the procyclical impact of downgrades and implications for asset managers and insurers**.

³⁰ **A system-wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades**, ESRB technical note, julio de 2020.

³¹ Carta de la JERS a la Comisión Europea y a la ESMA: **Procyclical impact of downgrades of corporate bonds on markets and entities across the financial system**, octubre de 2020.



posibilidad de establecer requisitos mínimos para la validación de dichas metodologías. Estas dos actuaciones deberían contribuir a lograr el objetivo más amplio de analizar la manera de promover la contraciclicidad en la implementación de la legislación de la UE.

2.4 Restricciones en todo el sistema al pago de dividendos, a la recompra de acciones y a otras distribuciones

Desde el estallido de la pandemia de COVID-19, autoridades de todo el mundo han adoptado medidas de carácter prospectivo para asegurar la resiliencia del sector financiero, fortalecer su capacidad para conceder crédito a la economía real en situaciones de tensión y reducir el riesgo de inviabilidad de las entidades financieras. Las restricciones en todo el sistema a las distribuciones de capital (pago de dividendos, recompra de acciones y otras distribuciones) tienen por objeto preservar el capital en el sistema, incrementar su capacidad de absorción de pérdidas y mantener unos niveles de crédito estables. Estas políticas han complementado el amplio abanico de medidas aplicadas para estabilizar la economía —como los paquetes fiscales de apoyo a las sociedades no financieras (véase sección 2.1) y la relajación temporal de los requerimientos de capital y operativos—, lo que ha permitido que las entidades operen temporalmente con niveles inferiores al nivel de capital establecido en la recomendación de Pilar 2 (P2G), al colchón de conservación de capital y a la ratio de cobertura de liquidez. Además, complementan la liberación o reducción de los colchones de capital cíclicos y estructurales.

Algunas autoridades europeas y nacionales adoptaron medidas para animar a las entidades financieras sujetas a su supervisión a no realizar pagos voluntarios (como dividendos, retribuciones variables y recompras de acciones con el objetivo de remunerar a los accionistas). A nivel de la Unión, el 17 de marzo de 2020, la EIOPA publicó un comunicado en el que se instaba a las empresas de (rea)seguros a tomar medidas orientadas a la preservación de su posición de capital y, a su vez, a la protección de los asegurados, siguiendo políticas prudentes en materia de distribución de dividendos y otras distribuciones, incluida la remuneración variable³². En cuanto al sector bancario, el 27 de marzo de 2020, la Supervisión Bancaria del BCE adoptó una Recomendación³³ para que, al menos hasta el 1 de octubre de 2020³⁴, las entidades de crédito se abstuvieran de repartir dividendos y de contraer compromisos irrevocables de repartirlos respecto de los ejercicios 2019 y 2020, así como de recomprar acciones para remunerar a los accionistas. Esta Recomendación iba dirigida a las entidades significativas supervisadas directamente por el BCE y a las autoridades nacionales competentes (ANC) en relación con las entidades menos significativas. Poco después, el 31 de marzo de 2020, la EBA publicó un comunicado en el que pedía a las entidades de crédito que se abstuvieran de distribuir dividendos o de recomprar acciones que supusieran una distribución de capital fuera del sistema bancario, con el fin de mantener su capitalización³⁵. Para apoyar las iniciativas anteriores del BCE, la EBA, la EIOPA y las autoridades nacionales (véase el siguiente párrafo) y contribuir a lograr un enfoque uniforme en toda la Unión y en los distintos segmentos del sector financiero, la JERS emitió una Recomendación (véase recuadro 1) el 27 de mayo de 2020 a fin de que las autoridades pertinentes solicitaran a las entidades financieras sujetas a su supervisión que, al menos hasta el 1

³² **Comunicado de la EIOPA.**

³³ **Recomendación del Banco Central Europeo de 27 de marzo de 2020 sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/1** (BCE/2020/19).

³⁴ El BCE modificó la Recomendación BCE/2020/19 el 27 de julio de 2020 (BCE/2020/35) ampliando la vigencia de las restricciones al reparto de dividendos hasta enero de 2021, y ofreció aclaraciones sobre el plazo para reponer los colchones en una nota de prensa publicada el 28 de julio de 2020.

³⁵ **Comunicado de la EBA.**



de enero de 2021, se abstuvieran de repartir dividendos o de adquirir compromisos irrevocables de repartirlos, de recomprar acciones ordinarias, y de contraer la obligación de pagar una remuneración variable a las personas que asumen riesgos importantes.

Varias autoridades nacionales notificaron a la JERS las medidas que habían adoptado para fortalecer el sector financiero. En respuesta a la Recomendación de la JERS del 27 de mayo de 2020, durante el segundo y el tercer trimestre de ese año, todas las autoridades nacionales pertinentes instaron a las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, empresas de (rea)seguros y entidades de contrapartida central (ECC), de manera vinculante o no vinculante, a que se abstuvieran de realizar distribuciones de capital o recompras de acciones ordinarias, y a que aplicaran políticas y prácticas de remuneración prudentes y sostenibles hasta el 1 de enero de 2021. Las medidas se activaron a través de avisos regulatorios dirigidos a todas las entidades bajo su competencia o a través de correspondencia individual con entidades financieras concretas.

Actualmente, la JERS está evaluando el cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/7 y tiene intención de publicar sus conclusiones en el transcurso de 2021. Asimismo, la Secretaría de la JERS realizó un seguimiento periódico de la efectividad de las medidas adoptadas por las autoridades pertinentes en respuesta a su Recomendación. La mayoría de las entidades de crédito no se comprometieron a realizar nuevos pagos de dividendos, por lo que las distribuciones de capital en el sector bancario fueron muy limitadas en 2020³⁶. En cuanto al sector no bancario, las empresas de seguros y reaseguros, así como las ECC, fueron menos restrictivas que la banca a este respecto, aunque dentro de un contexto general de elevados niveles de restricciones.

Como consecuencia de la actual crisis del COVID-19, las autoridades europeas decidieron prorrogar la vigencia de las medidas aplicadas o realizar anuncios de nuevas medidas de regulación aplicables a las distribuciones de capital previstas en 2021. El 15 de diciembre de 2020, la Supervisión Bancaria del BCE recomendó a las entidades o grupos significativos supervisados que tenían intención de realizar algunos pagos limitados que no efectuaran distribuciones de capital ni recompraran acciones por un importe superior al 15 % del beneficio acumulado en los ejercicios 2019 y 2020, o superior a 20 puntos básicos en términos de la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1), si este importe fuera menor³⁷. Ese mismo día, la JERS modificó su Recomendación (véase recuadro 4) solicitando a las autoridades competentes que pidieran a las entidades financieras que se abstuvieran de realizar distribuciones de capital, salvo que lo hicieran con extrema precaución y no superaran el umbral conservador establecido por su autoridad competente. La EBA emitió dos comunicados³⁸ en los que instaba a las entidades de crédito a que siguieran aplicando políticas de distribución conservadoras y a que consideraran detenidamente el impacto del reparto de dividendos o de otros pagos sobre el nivel del capital. Por lo que respecta al sector de seguros, el 18 de diciembre de 2020, la EIOPA señaló que los pagos de dividendos, las recompras de acciones o las remuneraciones variables no deberían exceder los «umbrales de prudencia», y que las entidades tendrían que asegurarse de que la reducción resultante en la cantidad o la calidad de sus recursos propios se mantenga en cotas adecuadas a los niveles de riesgo actuales³⁹.

³⁶ Cabe observar que la JERS ha recopilado información sobre la efectividad de las medidas a través de encuestas a sus instituciones miembros. La información que se proporciona en esta sección es parcial y provisional, ya que en la fecha de cierre para la elaboración de esta sección (febrero de 2021) no se disponía de información oficial.

³⁷ **Recomendación del Banco Central Europeo de 15 de diciembre de 2020 sobre el reparto de dividendos durante la pandemia de COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/35 (BCE/2020/62).**

³⁸ **EBA Statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU banking sector**, 12 de marzo de 2020, y **EBA Statement calling on banks to apply a conservative approach on dividends and other distributions in light of the COVID-19 pandemic**, 15 de diciembre de 2020.

³⁹ **Comunicado de la EIOPA.**



Tras la prórroga, las restricciones en todo el sistema siguen siendo efectivas en su mayor parte. Pocas entidades de crédito han informado a las autoridades pertinentes de su intención de ignorar sus peticiones de limitación de las distribuciones, al menos durante el primero y el segundo trimestre de 2021. La mayoría de las autoridades competentes entablaron un diálogo supervisor con entidades concretas para valorar su intención de realizar distribuciones dentro de los umbrales establecidos por dichas autoridades. En cuanto al sector de seguros, la gran mayoría de las ANC han sido informadas de la intención de las empresas de reaseguros (de vida y no vida) de efectuar algunos pagos limitados (especialmente en diciembre de 2020 y febrero de 2021 correspondientes al ejercicio contable de 2019).

Recuadro 4

Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19

La JERS ha respaldado plenamente las iniciativas de sus instituciones miembros y ha considerado necesario formular una recomendación para velar por que las entidades del sector financiero que pueden suponer un riesgo para la estabilidad financiera mantengan niveles elevados de capital. En la Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19⁴⁰ se pedía a las autoridades pertinentes que solicitaran a las entidades financieras sujetas a su supervisión que, al menos hasta el 1 de enero de 2021, se abstuvieran de tomar medidas que pudieran conllevar la reducción de la cantidad o la calidad de los fondos propios al nivel del grupo de la UE (o a nivel individual si la entidad no es parte de un grupo de la UE) y, en su caso, a nivel subconsolidado o individual. Las entidades debían abstenerse de repartir dividendos o comprometerse irrevocablemente a repartirlos, de recomprar acciones ordinarias y de contraer la obligación de pagar una remuneración variable a las personas que asumen riesgos importantes. La Recomendación se refiere a las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión sujetas a la DRC, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros y las entidades de contrapartida central, y tiene en cuenta la función esencial que desempeñan estos sectores del sistema financiero para la economía real, en particular en épocas de crisis.

Originalmente estaba previsto que la Recomendación JERS/2020/7 estuviera vigente hasta el 1 de enero de 2021, pero el repunte de los contagios de COVID-19 que se produjo con anterioridad a esa fecha incrementó la incertidumbre y los riesgos a corto plazo para la recuperación de la crisis. Los mercados y las autoridades no disponían de información sobre el impacto a largo plazo de la crisis en el sector financiero y en los mercados de crédito. Pese al mantenimiento de las medidas sin precedentes adoptadas por las autoridades, muchas empresas se vieron confrontadas con deterioros de los flujos de efectivo, escasos beneficios y niveles crecientes de endeudamiento. En este contexto, la JERS llegó a la conclusión de que una prórroga excepcional de las restricciones a las distribuciones de capital con el fin de tener en cuenta la incertidumbre acerca de la evolución macroeconómica futura favorecería la consecución de este objetivo al permitir que las entidades financieras mantengan un nivel suficientemente elevado de capital para mitigar el riesgo sistémico y contribuir a la recuperación económica.

⁴⁰ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 27 de mayo de 2020 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/7).**



Por consiguiente, el 15 de diciembre de 2020, la Junta General de la JERS adoptó la Recomendación JERS/2020/15, por la que se modifica la Recomendación JERS/2020/7⁴¹. En la Recomendación revisada se pedía a las autoridades pertinentes que solicitasen a las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, empresas de seguros y empresas de reaseguros (pero no a las ECC) que, al menos hasta el 30 de septiembre de 2021, se abstuvieran de realizar distribuciones de capital que conlleven la reducción de la cantidad o la calidad de los fondos propios, a menos que las realicen con extrema precaución y que la reducción resultante no supere el umbral conservador establecido por su autoridad competente. La Recomendación revisada está en consonancia con las decisiones tomadas paralelamente por la EBA, la EIOPA y la Supervisión Bancaria del BCE, y su objetivo es asegurar que las entidades financieras mantengan un nivel suficientemente elevado de capital para mitigar el riesgo sistémico y contribuir a la recuperación de la economía en caso de que se produzcan nuevas perturbaciones económicas.

Al mismo tiempo, la Recomendación JERS/2020/15 reconoce la importancia de las distribuciones para permitir que las entidades financieras obtengan capital externamente.

Como la perspectiva de disponer de vacunas contra el COVID-19 ha reducido la probabilidad de que se materialicen los escenarios más severos, la Recomendación revisada permite realizar distribuciones limitadas en circunstancias específicas. Las entidades financieras pueden efectuar distribuciones siempre que: i) entablen un diálogo con su autoridad competente, ii) actúen con extrema cautela para no poner en peligro la estabilidad del sistema financiero y el proceso de recuperación, y iii) la reducción resultante no supere el umbral conservador establecido por su autoridad competente. Se solicita a las autoridades competentes que calibren el umbral conservador prestando la atención debida a: la necesidad de que las entidades financieras mantengan un nivel de capital suficientemente elevado, teniendo en cuenta asimismo los riesgos de deterioro de la solvencia de las empresas y los hogares como consecuencia de la pandemia; la necesidad de garantizar que el nivel general de distribuciones de capital de las entidades financieras bajo su supervisión sea significativamente inferior al de los últimos años antes de la crisis de la COVID-19 y, las especificidades de cada sector dentro de su ámbito de competencias. La Recomendación también incluye orientaciones (*forward guidance*) en las que se subraya el carácter temporal de estas restricciones y el compromiso de la Junta General de decidir, antes de que finalice el plazo de vigencia de la Recomendación, si esta debe modificarse tomando en consideración, entre otras cosas, la evolución macroeconómica y la información más reciente disponible.

2.5 Riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía

La JERS adoptó una Recomendación sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía (JERS 2020/06). La Recomendación tenía por objeto mitigar el posible impacto adverso del ajuste de los márgenes de garantía tanto en las entidades bancarias como en las entidades no bancarias. En años recientes, la JERS había publicado dos informes en los que se describían estos impactos y las opciones de política relacionadas⁴². La magnitud sin precedentes de los ajustes de los márgenes de garantía observados durante las turbulencias que se produjeron en los mercados cuando comenzó la pandemia de COVID-19 hizo

⁴¹ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 15 de diciembre de 2020 por la que se modifica la Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/15).**

⁴² Véanse los informes de la JERS sobre márgenes y recortes de valoración de **enero de 2020** y **febrero de 2017**.



necesario que se emprendieran otras actuaciones, entre ellas determinar la existencia de un vínculo estrecho entre el aumento de los ajustes de los márgenes y la mayor volatilidad de los mercados. La Recomendación iba dirigida a los supervisores de las ECC, a los supervisores de los miembros compensadores y de los mercados de valores y a la ESMA, y en ella se les pedía que informaran a la JERS sobre cómo estaban realizando el seguimiento de su aplicación. La JERS recibió respuestas en relación con cinco de las ocho recomendaciones sobre las que debía presentarse información durante 2020, y prevé completar la evaluación de estas recomendaciones a lo largo de 2021. Se espera recibir el resto de las respuestas antes del final de 2021 y de 2022.

Recuadro 5

Recomendación de la JERS sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía

La Recomendación JERS/2020/6, dirigida a las autoridades competentes en el ámbito de las entidades de contrapartida central (ECC), las entidades de crédito y otros participantes en el mercado pertinentes, incluye cuatro subrecomendaciones:

Recomendaciones A y D – Limitar los efectos desproporcionados respecto de la demanda de activos de garantía y Reducción de la prociclicidad en la prestación a los clientes de servicios de compensación y en las operaciones de financiación de valores

Las Recomendaciones A y D pretenden velar por que los cambios repentinos y significativos (y, por tanto, procíclicos) y los efectos desproporcionados relacionados con los márgenes iniciales (incluidos los márgenes adicionales) y los activos de garantía, sean limitados: i) por las ECC respecto de sus miembros compensadores; ii) por los miembros compensadores respecto de sus clientes, y iii) en el plano bilateral, cuando resulten de la dependencia mecánica de calificaciones crediticias y, posiblemente, de métodos internos procíclicos de puntuación crediticia. La planificación de la liquidez debe ser predecible y gestionable en lo posible, limitando los ajustes inesperados y significativos de los márgenes de garantía. Establecer preavisos razonables y ejecutables para todo cambio de los protocolos sobre márgenes y recortes de valoración podrá permitir a los participantes en los mercados adaptarse ordenadamente a estos cambios. También se recomienda que se elaboren normas generales sobre los requisitos mínimos respectivos, y que se incorporen a la legislación de la UE.

Recomendación B – Escenario de estrés para evaluar futuras necesidades de liquidez

El objetivo de esta Recomendación es velar por que las ECC incorporen plenamente en sus pruebas de resistencia de liquidez toda circunstancia que pueda ocasionarles un déficit de liquidez, a fin de incentivarlas a mejorar la gestión de su dependencia de los proveedores de servicios de liquidez. Con ello mejorará la resiliencia general de los mercados, puesto que hay un alto grado de concentración e interconexión entre las ECC y sus proveedores de servicios de liquidez, y puesto que la gestión prudente de la liquidez por las ECC a nivel individual mejorará la gestión de riesgos desde la perspectiva sistémica y macroprudencial.

Recomendación C – Limitar las restricciones de liquidez relacionadas con la obtención de márgenes de garantía

Esta Recomendación pretende velar por que las ECC, sin perjuicio de mantener su resiliencia financiera, limiten la asimetría del pago de los márgenes de variación obtenidos intradía, y por que



establezcan regímenes y calendarios sobre márgenes de garantía que sean previsibles y eviten restricciones de liquidez excesivas para los miembros compensadores que puedan dar lugar a impagos.



3 Contribución de la JERS al marco de políticas

3.1 Sector bancario

Además de su actuación en respuesta a la pandemia de COVID-19 (véase sección 2) —que incluyó diversas medidas relevantes para las entidades de crédito—, la JERS continuó con su labor general de contribuir a asegurar la capacidad de resistencia del sector bancario de la UE. Concretamente, se pronunció sobre varias medidas macroprudenciales nacionales y sobre solicitudes de reciprocidad, y emitió una Recomendación sobre un identificador de entidad jurídica (LEI, por sus siglas en inglés) para las entidades jurídicas que realizan operaciones financieras.

3.1.1 Dictámenes relativos al artículo 458 del Reglamento sobre Requisitos de Capital

El 23 de abril de 2020, el Consejo Superior de Estabilidad Financiera (Haut Conseil de stabilité financière) de Francia informó a la JERS de su decisión de ampliar un año más el período de aplicación de la medida nacional más estricta vigente para las grandes exposiciones, de conformidad con el artículo 458, apartado 9, del Reglamento sobre Requisitos de Capital (RRC). Esta medida impone un límite (el 5 % de su capital admisible) a las grandes exposiciones de las entidades de importancia sistémica mundial (EISM, o G-SII por sus siglas en inglés) y de otras entidades de importancia sistémica (OEIS, u O-SII por sus siglas en inglés) de Francia a sociedades no financieras francesas de gran tamaño y con niveles elevados de endeudamiento, con el objetivo de limitar los riesgos de concentración. La medida entró en vigor el 1 de julio de 2018 y debía dejar de tener efecto al final de junio de 2020, pero su vigencia se amplió hasta el final de junio de 2021. De conformidad con el artículo 458, apartado 4, del RRC, la JERS remitió su dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a Francia el 19 de mayo de 2020⁴³. En el dictamen, la JERS llegó a la conclusión de que, teniendo en cuenta los beneficios netos de la medida nacional para el mantenimiento de la estabilidad financiera, la ampliación del período de aplicación estaba justificada y era adecuada, proporcionada, eficaz y eficiente. Señaló que la medida era un mecanismo de respaldo útil para asegurar la diversificación de los riesgos y salvaguardar la capacidad de resistencia del sistema bancario francés. También observó que la crisis económica desencadenada por la pandemia de COVID-19 había intensificado los riesgos del sector empresarial en toda la UE y a escala mundial, y consideró que la prórroga de la medida no contradecía el objetivo general de garantizar el crédito a la economía real durante la crisis. La JERS indicó también que su recomendación anterior de aplicar la reciprocidad de la medida⁴⁴ seguía vigente para la medida ampliada. Además, reiteró que, en consonancia con la evaluación de la medida original⁴⁵, las autoridades francesas deberían: i) continuar realizando un estrecho

⁴³ **Opinion of the European Systemic Risk Board of 19 May 2020 regarding the French notification of an extension of the period of application of a stricter national measure** (ESRB/2020/5) y el **informe adjunto**.

⁴⁴ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 5 de diciembre 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/2018/8).

⁴⁵ Opinion of the European Systemic Risk Board of 9 March 2018 regarding French notification of a stricter national measure based on Article 458 of the CRR (ESRB/2018/3).



seguimiento del impacto de la medida y de la evolución del riesgo, y ii) explorar opciones alternativas para abordar la inquietud en relación con la estabilidad financiera, por ejemplo, adoptando medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios o un colchón sectorial contra riesgos sistémicos.

El 16 de septiembre de 2020, la Autoridad de Supervisión Financiera (Finansinspektionen) de Suecia notificó oficialmente a la JERS, de conformidad con el artículo 458, apartado 2, letra d), inciso vi), del RRC, su intención de ampliar la vigencia de una medida nacional para limitar los riesgos derivados de los préstamos hipotecarios suecos. La medida consiste en un nivel mínimo de ponderación de riesgo del 25 % para los préstamos hipotecarios de Suecia aplicable a las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés). De conformidad con el artículo 458, apartado 4, del RRC, la JERS remitió su dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a Suecia el 14 de octubre de 2020⁴⁶. El análisis se realizó en un contexto de señales de que las vulnerabilidades del mercado inmobiliario residencial sueco continuaban aumentando y era probable que se agravasen en vista del incierto impacto negativo de la pandemia de COVID-19 y de la desaceleración económica asociada. La JERS consideró que la propuesta de prórroga de la medida no contradecía el objetivo general de garantizar el crédito a la economía real durante la crisis económica. Asimismo, indicó que los instrumentos macroprudenciales alternativos enumerados en el artículo 458 del RRC, que deben tomarse en consideración antes de adoptar cualquier medida nacional más estricta, no serían adecuados para hacer frente al riesgo en cuestión. Por consiguiente, la JERS determinó que la medida más estricta estaba justificada y era proporcionada, eficaz y eficiente para la finalidad mencionada anteriormente. Sin embargo, esta valoración se realizó a los efectos específicos del procedimiento previsto en el artículo 458 del RRC y no prejuzga el resultado de la revisión de la Recomendación del 27 de junio de 2019. En conjunto, la JERS consideró que la medida no tendría efectos adversos desproporcionados para el mercado interior o para otros sistemas financieros. En el análisis económico que acompañaba al dictamen también se subrayó la importancia de que otros Estados miembros con entidades de crédito activas en el mercado sueco de hipotecas residenciales continuaran con la aplicación recíproca de la medida. Asimismo, señaló la importancia de reconsiderar la situación cuando se haya disipado la elevada incertidumbre sobre las implicaciones de la pandemia de COVID-19.

El 22 de enero de 2021, el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (NBB/BNB) notificó a la JERS su intención de ampliar por segunda vez el período de aplicación de su medida macroprudencial vigente con arreglo al artículo 458, apartado 2, letra d), inciso vi), del RRC, del 1 de mayo de 2021 al 30 de abril de 2022. La medida consiste en la imposición de un recargo a la ponderación de riesgo macroprudencial a todas las entidades de crédito domésticas que aplican el método IRB cuyas exposiciones minoristas estén garantizadas por bienes inmuebles residenciales situados en Bélgica. De conformidad con el artículo 458, apartado 4, del RRC, la JERS remitió su dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a Bélgica el 19 de febrero de 2021⁴⁷. La JERS apoyó la intención del NBB/BNB de ampliar el período de aplicación de la medida macroprudencial vigente que aumenta las ponderaciones de riesgo para las exposiciones frente al sector inmobiliario residencial belga de los bancos que utilizan el método IRB, y consideró que la ampliación de la medida estaba justificada para

⁴⁶ [Opinion of the European Systemic Risk Board of 14 October 2020 regarding Swedish notification of regarding Swedish notification of an extension of the period of application 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 \(ESRB/2020/13\).](#)

⁴⁷ [Opinion of the European Systemic Risk Board of 18 February 2021 regarding Belgian notification of an extension of the period of application 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 \(ESRB/2021/1\).](#)



mantener la capacidad de resistencia de esas entidades belgas ante la posibilidad de que se produjeran fuertes correcciones a la baja en el mercado nacional de inmuebles residenciales.

El 18 de diciembre de 2020, el Comité de Riesgo Sistémico (Comité du Risque Systemique) de Luxemburgo presentó a la JERS una solicitud de reciprocidad en relación con una medida macroprudencial nacional no contemplada en el RRC o en la DRC⁴⁸. Al no estar prevista en el RRC/DRC, la medida no requiere un dictamen de la JERS, por lo que no lo emitió. La medida entró en vigor el 1 de enero de 2021. En virtud del artículo 5, apartado 4, de la Decisión JERS/2015/4, el Equipo de Evaluación de la JERS valoró la necesidad de adoptar una recomendación de reciprocidad junto con un proyecto de modificación de la Recomendación JERS/2015/2. La medida introdujo límites a las ratios LTV (principal del préstamo/valor de la garantía) legalmente vinculantes para los nuevos préstamos hipotecarios sobre inmuebles residenciales situados en Luxemburgo, con límites diferentes en función de la categoría de los prestatarios. La JERS respaldó, por principio, que se aplique la reciprocidad de la medida. Dado que, a diferencia de solicitudes de reciprocidad anteriores, la medida se basa en la capacidad de pago de los prestatarios y que Luxemburgo es un país relativamente pequeño en el que los consumidores residentes pueden acceder al crédito transfronterizo con más facilidad que en otros países, la JERS decidió proponer un umbral de materialidad específico por entidad muy reducido (0,1 %). Como la medida no está contemplada en el RRC o en la DRC y, por tanto, no está disponible en todos los Estados miembros, la JERS propuso, de manera excepcional, un umbral adicional de materialidad específico por país del 1 %, además del umbral específico por entidad mencionado anteriormente, con el fin de reducir la carga administrativa de otros Estados miembros con exposiciones por debajo de ese nivel. La Recomendación fue aprobada por la Junta General de la JERS el 24 de marzo de 2021.

3.1.2 Recomendación de la JERS sobre el colchón contra riesgos sistémicos de Noruega

3.1.2.1 Notificación del colchón contra riesgos sistémicos por parte del Ministerio de Finanzas noruego

El 5 de noviembre de 2020, el Ministerio de Finanzas de Noruega notificó a la JERS su intención de adoptar un colchón contra riesgos sistémicos del 4,5 % para las exposiciones noruegas con arreglo al artículo 133, apartados 11 y 14, de la Directiva 2013/36/UE⁴⁹, aplicado en este país el 1 de enero de 2020 conforme a lo dispuesto en los términos del Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo⁵⁰ (DRC IV). La medida establece una modificación del porcentaje y del ámbito de aplicación del colchón nacional vigente y aplicación de un colchón contra riesgos sistémicos del 4,5 % a las exposiciones domésticas de todas las entidades de crédito autorizadas en Noruega, incluidas las filiales de entidades cuya matriz esté establecida en otros países del Espacio Económico Europeo. El colchón nacional vigente no se

⁴⁸ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

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

⁵⁰ Modificada por la Decisión del Comité Mixto del EEE n.º 79/2019, de 29 de marzo de 2019, por la que se modifica el Anexo IX (Servicios financieros) del Acuerdo EEE [2019/2133] (DO L 321 de 12.12.2019, p.170).



había notificado formalmente según lo dispuesto en el artículo 133 de la DRC IV porque el marco regulador no se había integrado en el Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo (EEE) hasta el 1 de enero de 2020. De conformidad con el artículo 133, apartado 14, de la DRC IV, conjuntamente con el Acuerdo sobre el EEE, la JERS formuló una Recomendación el 4 de diciembre de 2020⁵¹. La medida entró en vigor el 31 de diciembre de 2020. A los bancos que no utilizan el método IRB avanzado se les aplica una norma transitoria. El objetivo del colchón contra riesgos sistémicos era promover la estabilidad financiera de Noruega protegiendo la capacidad de resistencia del sistema financiero y asegurando que los bancos continuaban estando adecuadamente capitalizados, habida cuenta del elevado riesgo sistémico a largo plazo. La JERS consideró que el alcance de la medida era apropiado porque los riesgos sistémicos identificados constituían una amenaza para la estabilidad del sistema financiero noruego, y estimó que la medida era eficaz y proporcionada. Basándose en la información facilitada, la JERS llegó a la conclusión de que la medida no tendría efectos adversos desproporcionados sobre el EEE en su conjunto o sobre otros sistemas financieros. También consideró que ninguna de las medidas contempladas en el RRC y en la DRC IV —excluidos los artículos 458 y 459 del RRC—, por sí solas o conjuntamente, era suficiente para hacer frente a los riesgos macroprudenciales o sistémicos identificados en Noruega, teniendo en cuenta la eficacia relativa de esas medidas.

3.1.2.2 Solicitud de reciprocidad del colchón contra riesgos sistémicos y medidas de ponderación de riesgo con arreglo al artículo 458 del RRC

El 2 de febrero de 2021, el Ministerio de Finanzas de Noruega notificó a la Secretaría de la JERS su solicitud de reciprocidad con respecto a las medidas adoptadas en virtud del artículo 133 de la DRC IV y el artículo 458 del Reglamento (UE) nº 575/2013⁵², aplicado en este país el 1 de enero de 2020 conforme a lo dispuesto en los términos del Acuerdo sobre el EEE (RRC aplicable a Noruega). Estas medidas se notificaron a la JERS el 5 de noviembre de 2020 indicando la intención de adoptar un requerimiento de colchón contra riesgos sistémicos para las exposiciones noruegas (véase el apartado anterior), un nivel mínimo de ponderación media de riesgo de carácter temporal para las exposiciones al sector inmobiliario residencial en Noruega, y otro para las exposiciones al sector inmobiliario comercial en dicho país, ambos de conformidad con el artículo 458, apartado 10, del RRC aplicable en Noruega. El colchón contra riesgos sistémicos es del 4,5 % para las exposiciones domésticas de todas las entidades de crédito autorizadas en Noruega, incluidas las filiales de las entidades cuya matriz esté establecida en otros países del EEE. Las medidas relativas al nivel mínimo de ponderación de riesgo de carácter temporal para las exposiciones a los sectores inmobiliarios residencial y comercial en Noruega establecen niveles mínimos del 20 % y del 35 %, respectivamente. Por lo que respecta a las medidas del artículo 458 mencionadas anteriormente, el incremento de las ponderaciones de riesgo fue inferior al 25 % y, por tanto, no requirió autorización (artículo 458, apartado 10). Las tres medidas entraron en vigor el 31 de diciembre de 2020. En virtud del artículo 5, apartado 4, de la Recomendación JERS/2015/4, el Equipo de Evaluación de la JERS valoró la necesidad de adoptar una recomendación de reciprocidad junto con un proyecto de modificación de la Recomendación JERS/2015/2 (aprobada por la JERS el 30 de abril). El proceso seguía en curso en la fecha de cierre del Informe Anual. Mientras que las dos medidas adoptadas con arreglo al artículo 458 del RRC aplicable en Noruega fueron más fáciles de evaluar, la situación en lo que respecta al

⁵¹ [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 December 2020 regarding Norwegian notification of its intention to set a systemic risk buffer rate in accordance with Article 133 of Directive \(EU\) 2013/36/EU \(ESRB/2020/14\)](#) y el [informe adjunto](#).

⁵² Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).



colchón contra riesgos sistémicos se complicó por la aplicación continuada de la DRC IV en Noruega, al tiempo que la Directiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo y del Consejo⁵³ —que introdujo modificaciones significativas de la Directiva 2013/36/UE— debía haber sido incorporada al ordenamiento jurídico nacional por los Estados miembros de la UE antes del 28 de diciembre de 2020. La JERS ha analizado detenidamente el impacto en todas las partes interesadas y ha decidido ampliar el período de transición para aplicar la reciprocidad y permitir la adopción de medidas equivalentes para la aplicación recíproca del colchón contra riesgos sistémicos hasta que Noruega haya transpuesto la Directiva (UE) 2019/878 a la legislación nacional.

3.1.3 Recomendación de la JERS sobre un identificador de entidad jurídica

La economía global se basa en una red de contratos y operaciones financieras —que incluye numerosos de contratos transfronterizos intercontinentales— con estrechas y complejas interconexiones. Esta red engloba no solo a las entidades financieras, sino también a todo tipo de entidades con relaciones, contratos y exposiciones entre sí y con el sector financiero. Dentro del sector financiero, los vínculos entre los bancos y las entidades no bancarias son significativos, en términos tanto de exposiciones directas como intragrupo. Identificar con claridad a cada entidad y las conexiones entre ellas es fundamental para trazar un mapa fiable del panorama económico y financiero global, lo que reduce el contagio financiero y promueve la estabilidad financiera.

En 2012, el G-20 aprobó las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre el marco de desarrollo de un sistema mundial de identificación de entidad jurídica (LEI, por sus siglas en inglés) para las partes que intervienen en operaciones financieras, y aconsejó la adopción global del LEI para ayudar a las autoridades y a los participantes en los mercados a identificar y a gestionar el riesgo financiero. El uso de un LEI único, exclusivo y universal ha contribuido a que las autoridades están mejor preparadas para evaluar los riesgos sistémicos y su evolución, así como para adoptar medidas correctoras. El LEI también se ha convertido en una herramienta esencial para conectar conjuntos de datos granulares sobre las entidades procedentes de múltiples fuentes.

A escala de la UE, varios actos legislativos y no legislativos vigentes exigen el uso del LEI. Sin embargo, no existe un enfoque uniforme en los mercados y, actualmente, el uso del LEI no se ha extendido a los sectores no financieros, por lo que su cobertura es fragmentada y excluye a sectores importantes.

En este contexto, el 24 de septiembre de 2020, la JERS emitió la Recomendación JERS/2020/12 relativa a la identificación de las entidades jurídicas, con el objetivo de impulsar la aplicación de un marco jurídico en la Unión para identificar de manera inequívoca mediante un LEI a las entidades jurídicas que realizan operaciones financieras, así como de que el LEI tenga que utilizarse de forma sistemática al presentar información con fines de supervisión y al divulgar información.

Más concretamente, en la Recomendación se solicita a la Comisión que proponga la introducción de un marco jurídico de la Unión que permita identificar de manera inequívoca

⁵³ Directiva (UE) 2019/878 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo que respecta a los entes exentos, las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de cartera, las remuneraciones, las medidas y las facultades de supervisión y las medidas de conservación del capital (DO L 150 de 7.6.2019, p. 253).



mediante un LEI a las entidades jurídicas que realizan operaciones financieras y hacer que el uso del LEI sea más sistemático en la presentación de información con fines de supervisión y en la divulgación de información. Asimismo, teniendo en cuenta el plazo para la adopción de dicho marco de la Unión, la JERS recomendó que las autoridades pertinentes prosigan y sistematicen sus esfuerzos para promover la adopción y el uso del LEI sirviéndose de las diversas facultades de regulación o supervisión que les han sido conferidas por el Derecho nacional o de la Unión.

3.2 Sector financiero no bancario

Muchas de las medidas adoptadas por la JERS para evitar y mitigar los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre la estabilidad financiera de la Unión se referían a la financiación de mercado y al sector financiero no bancario (véase sección 2). En esta sección se consideran otros trabajos orientados a desarrollar el conjunto de herramientas macroprudenciales fuera del sector bancario. En concreto, la JERS consideró formas de promover la compensación centralizada y lograr que sea más segura, de reforzar los aspectos macroprudenciales de la normativa de seguros, y de mejorar la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA).

3.2.1 Fomentar la compensación centralizada y lograr que sea más segura

3.2.1.1 Respuesta de la JERS al informe de la ESMA sobre soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones

La JERS emitió un dictamen en relación con el informe de la ESMA sobre soluciones de compensación centralizada para los sistemas de planes de pensiones. De conformidad con el artículo 85, apartado 2, del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés), cada año, la ESMA, en colaboración con la JERS, debe presentar un informe sobre posibles soluciones de compensación centralizada para dichos sistemas. En su dictamen, la JERS consideró tres aspectos principales: la probabilidad de que los sistemas de planes de pensiones accedan a las entidades de contrapartida central (ECC) como miembros directos, el mayor riesgo que corren las ECC cuando actúan como intermediarias en las operaciones *repo* y soluciones que comportarían el acceso al banco central. La JERS consideró improbable que los sistemas de planes de pensiones se conviertan en miembros compensadores directos por las dificultades que conllevaría adquirir las capacidades técnicas necesarias para replicar los servicios auxiliares que prestan los miembros compensadores a los clientes, incluida la financiación de márgenes de garantía en efectivo (*cash margins*) y servicios de transformación de activos de garantía. La JERS señaló asimismo que si las ECC proporcionasen facilidades de *repo* a los sistemas de planes de pensiones⁵⁴, los riesgos no básicos de las ECC aumentarían y ello, a su vez, reduciría la capacidad de resistencia de estas para llevar a cabo sus funciones principales con fiabilidad. En relación con lo anterior, la JERS indicó que respalda firmemente que las ECC operen como entidades independientes centradas de lleno en salvaguardar la estabilidad financiera mediante el establecimiento de una arquitectura de compensación centralizada sólida.

⁵⁴ Se refiere a la concesión de préstamos garantizados que es una actividad bancaria regulada por el marco bancario y que no se considera una actividad básica de una ECC de conformidad con el marco del EMIR.



Por último, la JERS se abstuvo de valorar el papel que deben desempeñar los bancos centrales en la provisión de apoyo a la liquidez de los sistemas de planes de pensiones. No obstante, el sector no debería considerar que esta opción sea viable sin el consentimiento y la aprobación previos y expresos de los bancos centrales. La JERS concluyó su dictamen indicando que la mejor manera de eliminar los obstáculos para los sistemas de planes de pensiones es promover la compensación indirecta.

3.2.1.2 Respuesta de la JERS al informe de la ESMA sobre los servicios de reducción de riesgos posnegociación en el contexto de la obligación de compensación

La JERS formuló comentarios en relación con el informe de la ESMA sobre los servicios de reducción de riesgos posnegociación (PTRRS, por sus siglas en inglés) en el contexto de la obligación de compensación. Según el artículo 85, apartado 3, letra a), del EMIR, la JERS debe cooperar con la ESMA en la elaboración de un informe en el que se estudie si las operaciones que son resultado directo de los PTRRS —incluida la compresión de carteras y el reequilibrio de contrapartes (*counterparty rebalancing*)— deberían estar exentas de la obligación de compensación prevista en el artículo 4, apartado 1, de dicho Reglamento, y en qué condiciones. En su respuesta, la JERS se centró en las implicaciones de estos servicios en los mercados OTC sin compensación centralizada para evitar y mitigar el riesgo sistémico, así como para promover el correcto funcionamiento del mercado interior. La JERS apoyó el uso generalizado y frecuente de técnicas de reducción de riesgos posnegociación porque reducen la complejidad operativa y la interconexión, al tiempo que aumentan la transparencia. Aunque el uso de los PTRRS en los mercados OTC sin compensación centralizada puede ayudar a que disminuyan las exposiciones al riesgo agregadas, la exención de la obligación de compensación podría introducir el riesgo de arbitraje regulatorio y de elusión. Por ello, la JERS señaló que las exenciones de la obligación de compensación solo deberían considerarse cuando contribuyan a reducir el riesgo sistémico, con sujeción a las salvaguardias adecuadas frente al riesgo de arbitraje regulatorio.

3.2.1.3 Respuesta de la Secretaría de la JERS al documento de consulta de la ESMA sobre las normas técnicas de presentación de información, calidad de los datos, acceso a los datos e inscripción de los registros de operaciones de conformidad con el EMIR revisado (Refit)

Desde las primeras fases de vigencia de la obligación de presentar información establecida en el EMIR, la JERS, en colaboración con el BCE, la ESMA y las instituciones miembros de la JERS, ha analizado los datos recopilados de conformidad con el EMIR. Ello incluye el desarrollo de una infraestructura tecnológica y de marcos analíticos que permitan a la JERS hacer un seguimiento de la evolución diaria del mercado de derivados de la UE. Este trabajo se tuvo en cuenta en la respuesta de la Secretaría de la JERS al documento de consulta de la ESMA relativo a las normas técnicas sobre presentación de información, calidad de los datos, acceso a los datos e inscripción de los registros de operaciones de conformidad con el EMIR Refit. El principal mensaje de la respuesta es el firme apoyo de la Secretaría de la JERS a las modificaciones y a los principios técnicos que se ponen de relieve en el documento. La JERS consideró que la magnitud y la profundidad de las modificaciones propuestas contribuyen a mejorar el marco de presentación de información y la calidad de los datos y, por tanto, también su utilidad para las autoridades. En la respuesta se hizo hincapié en las ventajas de la estandarización del marco y en los requerimientos



de un mayor nivel de granularidad y de calidad de los datos. Estos cambios se aplicaron a tiempo para permitir, por ejemplo, el seguimiento diario de los riesgos de liquidez derivados de los ajustes de los márgenes de garantía en el contexto de la crisis del COVID-19 y el análisis diario de la evolución de la compensación centralizada y de los márgenes entre la UE y el Reino Unido en el marco del Brexit.

3.2.1.4 Consulta sobre el reconocimiento de ECC de terceros países

Como consecuencia de las modificaciones del reglamento del EMIR (EMIR 2.2), la ESMA estableció un comité supervisor de ECC (CCP Supervisory Committee) al que se le encomendó la preparación de las decisiones sobre el reconocimiento y la supervisión de ECC de terceros países que prestan servicios en la Unión Europea. El Comité comenzó su labor en la segunda mitad de 2020 y procesó el reconocimiento y la clasificación de tres ECC del Reino Unido. A petición de la ESMA, la JERS emitió un dictamen sobre la clasificación y el consiguiente reconocimiento de estas ECC de terceros países. La JERS consideró que LME Clear Ltd debía clasificarse en el nivel 1 (no es de importancia sistémica) y LCH Ltd e ICE Clear en el nivel 2 (de importancia sistémica). Esta fue también la conclusión formulada por la ESMA el 28 de septiembre de 2020 y constituyó la base para el reconocimiento temporal de las tres ECC durante un período de 18 meses. El dictamen de la JERS coincidió con las conclusiones de la ESMA de septiembre de 2020.

La JERS también emitió un dictamen favorable sobre la propuesta de la ESMA de ampliar la exención temporal de la obligación de compensación para las operaciones intragrupo con derivados que se concluyan con una entidad del grupo de un tercer país.

3.2.2 Mejora de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos

La JERS propuso mejoras de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) respondiendo, en enero de 2021, a la consulta pública de la Comisión Europea⁵⁵. La Directiva sobre los GFIA contribuye a la seguridad del sistema financiero, por ejemplo, proporcionando a la JERS y a las autoridades supervisoras datos importantes que facilitan el análisis del riesgo sistémico. En su respuesta a la consulta, la JERS propuso varias mejoras que incluyen: i) la idoneidad del marco de presentación de información y el acceso a los datos para el seguimiento de los riesgos sistémicos, incluida información más detallada sobre las inversiones, así como los inversores, con el fin de evaluar mejor el riesgo de que se produzcan ventas forzadas o alteraciones en los mercados y efectos de contagio a las entidades financieras; ii) la necesidad de implementar los instrumentos de política macroprudencial existentes, concretamente —como la JERS había recomendado con anterioridad⁵⁶—, la necesidad de que la legislación de la Unión incorpore un marco jurídico común en toda la Unión que regule la inclusión de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos de inversión regulados por la Directiva sobre los GFIA y la Directiva sobre los OICVM (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios), y iii) el desarrollo en curso del marco de política macroprudencial para los fondos de

⁵⁵ **ESRB response to the European Commission consultation on the review of AIFMD**, enero de 2021.

⁵⁶ **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).



inversión, con el fin de mitigar los riesgos derivados de los desajustes de liquidez y del apalancamiento.

3.2.3 Mejora de la dimensión macroprudencial de Solvencia II

En octubre de 2020, la JERS respondió a la consulta pública de la Comisión Europea con propuestas para mejorar la dimensión macroprudencial de Solvencia II⁵⁷. La Comisión Europea está revisando el marco de Solvencia II (basado en el mercado) aplicable a las empresas de seguros cinco años después de su entrada en vigor, en 2016. En un entorno de tipos de interés bajos y a raíz de la crisis del COVID-19, la Comisión Europea está investigando la adecuación de los requerimientos de capital de solvencia de las empresas de seguros, su papel en la unión de los mercados de capitales y su impacto en la estabilidad financiera. Concretamente, se están analizando de forma exhaustiva las medidas de garantía a largo plazo y la manera de considerar el riesgo de tipo de interés en la fórmula estándar. Ambas medidas han adquirido aún más relevancia desde que los tipos de interés sin riesgo pasaron a ser negativos en 2019. En su respuesta a la consulta pública de la Comisión Europea, la JERS propuso: a) reflejar las consideraciones macroprudenciales en el marco de Solvencia II; b) establecer un marco armonizado de recuperación y resolución, y c) seguir velando por que los riesgos queden reflejados de manera adecuada, por ejemplo, con una estructura temporal de tipos de interés sin riesgo más basada en el mercado para descontar los pasivos de las empresas de seguros.

La JERS identificó tres tipos de herramientas que reflejarían mejor las consideraciones macroprudenciales en Solvencia II. Entre ellas se incluyen herramientas de solvencia para evitar y mitigar un comportamiento procíclico de la inversión por parte de las empresas de seguros, herramientas de liquidez para hacer frente a los riesgos derivados de actividades concretas, y otras herramientas para afrontar los riesgos con origen en la provisión de crédito a la economía. La pandemia de COVID-19 también se tuvo en cuenta en la respuesta de la JERS a la consulta, en la que se hace referencia a la importancia sistémica de determinadas actividades de seguros, como el seguro de crédito, para la economía real. La implementación de un conjunto de herramientas macroprudenciales contribuiría a garantizar la prestación de estos servicios críticos de seguros. Además, y en consonancia con sus recomendaciones⁵⁸, la JERS propuso facultar a los supervisores para restringir el reparto de dividendos en circunstancias excepcionales.

3.3 Pruebas de resistencia

Durante el período analizado, la JERS contribuyó a varias pruebas de resistencia realizadas por las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) proporcionando los escenarios adversos. Las AES y la JERS deben colaborar en las pruebas de resistencia, lo que suele llevarse a cabo mediante una cooperación estrecha en el diseño del escenario para asegurar que este

⁵⁷ **ESRB Response Letter to a Consultation of the European Commission on the review of Solvency II**, 16 de octubre de 2020.

⁵⁸ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/7) y Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2020, por la que se modifica la Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/15).**



refleja el panorama actual de riesgos y analiza correctamente las principales vulnerabilidades a las que está expuesto cada sector⁵⁹.

3.3.1 Directrices de la ESMA sobre la prueba de resistencia de los fondos del mercado monetario

La ESMA debe revisar y actualizar anualmente sus directrices sobre la prueba de resistencia de los fondos del mercado monetario. Tras la irrupción del COVID-19, la ESMA y la JERS llevaron a cabo una revisión consistente en comparar las directrices sobre la prueba de resistencia de los fondos del mercado monetario de 2019 con las variaciones de los factores de riesgo de mercado observadas en los mercados durante las turbulencias de marzo de 2020. Aunque la mayoría de las variaciones de los factores de riesgo en el escenario de 2019 resultaron ser más acusadas que las de las registradas durante las turbulencias de marzo, el Grupo de Trabajo sobre Pruebas de Resistencia (TFST, por sus siglas en inglés) de la JERS ajustó el escenario de las directrices sobre la prueba de resistencia de los fondos del mercado monetario de 2020 para garantizar que todos los factores de riesgo se sometieran, como mínimo, al nivel de las tensiones observadas recientemente. La Junta General de la JERS aprobó el escenario adverso en su reunión del 24 de septiembre de 2020. El 15 de diciembre de 2020, la ESMA publicó las directrices actualizadas sobre la prueba de resistencia de los fondos del mercado monetario⁶⁰.

3.3.2 Prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE de 2021 realizada por la EBA

Habitualmente, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) sigue un ciclo bienal para la realización de su prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE. Debido a la irrupción de la pandemia de COVID-19, la Junta de Supervisores de la EBA decidió posponer el ejercicio de 2020 a 2021 para permitir que los bancos diesen prioridad a su continuidad operativa⁶¹. La JERS proporcionó un «escenario de COVID-19 prolongado» con el trasfondo de un entorno de tipos de interés «más bajos durante más tiempo». El escenario examina al sector bancario frente a riesgos importantes derivados de las posibles consecuencias de la pandemia, así como frente a los riesgos para la estabilidad financiera. La Junta General aprobó el escenario en su reunión ordinaria del 15 de diciembre de 2020 y la EBA comenzó la prueba el 29 de enero de 2021.

3.3.3 Prueba de resistencia del sector de seguros realizada por la EIOPA

En mayo de 2021, la EIOPA inició una prueba de resistencia del sector de seguros de la UE para valorar su capacidad de resistencia ante una evolución económica y financiera adversa. Para ello, la JERS proporcionó a la EIOPA el escenario adverso que constituyó la base de los cálculos de la prueba de resistencia. Aunque el escenario se ha ajustado para asegurar que se focaliza adecuadamente en los principales riesgos que afronta el sector de seguros, su

⁵⁹ La JERS publica todos los escenarios utilizados en las pruebas de resistencia regulatorias de las AES en un [sitio web](#) especializado.

⁶⁰ [ESMA updates guidelines on stress tests for money market funds](#), diciembre de 2020.

⁶¹ [EBA statement on actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU banking sector](#), EBA, marzo de 2020.



narrativa sigue de cerca el «escenario de COVID-19 prolongado en un entorno de tipos de interés más bajos durante más tiempo» del escenario de 2021 de la EBA. La Junta General aprobó el escenario en su reunión ordinaria del 25 de marzo de 2021.

Recuadro 6

ASC Insights sobre la reforma de las pruebas de resistencia del sector bancario en la UE: reflexiones a la luz del documento de debate de la EBA sobre este tema

En julio de 2020, la JERS publicó un documento de la serie *ASC Insight* titulado «Reforming bank stress testing in the EU: reflections in light of the EBA's discussion paper on the issue» elaborado por Javier Suárez y Willem Buiters en respuesta al documento de debate de la EBA en el que se presentan varias propuestas de reforma del marco de pruebas de resistencia del sector bancario de la UE, publicado a principios de 2020. El *ASC Insight* partía de la premisa de que las pruebas de resistencia supervisoras del sector bancario son una de las innovaciones más importantes adoptadas por las autoridades prudenciales en los últimos años. Así, estas pruebas son una herramienta que forma parte de las actividades de vigilancia ordinarias del sistema financiero y que desempeñaron un papel fundamental en la crisis financiera global y en la crisis de la deuda soberana europea. Los autores de este documento expresaron serias dudas en relación con las dos propuestas principales del documento de debate de la EBA.

Aunque los autores del documento reconocen la necesidad de reformar el marco de pruebas de resistencia supervisoras en la UE, consideran que las propuestas planteadas en el documento de debate de la EBA no lo mejorarían. En primer lugar, expresaron reservas en relación con la propuesta de redefinir las pruebas de resistencia como herramienta de carácter fundamentalmente microprudencial. En segundo lugar, consideraron que la propuesta de tener dos «componentes» separados en cada prueba de resistencia (un parte supervisora y otra bancaria) mermaría la fiabilidad y la comparabilidad de la información proporcionada a las partes interesadas en estas pruebas. En el epílogo de la publicación se propone un marco de pruebas de resistencia que se utilizaría para pruebas de carácter micro- y macroprudencial.

3.4 Cuestiones transversales

3.4.1 Grupo de Trabajo Europeo de Ciberriesgo Sistémico

Los ciberincidentes plantean un riesgo sistémico para el sistema financiero por su potencial para generar interrupciones en operaciones y servicios financieros críticos y, por tanto, para dificultar la realización de importantes funciones económicas. En casos extremos, un incidente de este tipo genera costes financieros (esperados) y causa un daño reputacional al sistema financiero. La perturbación inicial puede amplificarse a través del contagio operativo o financiero, o de la erosión de la confianza en el sistema financiero. Aunque las últimas fases de una ciber crisis se parecen a las de una crisis financiera más tradicional, las disfunciones en la operatividad del sistema financiero añaden una nueva dimensión a la gestión de crisis, incluida la activación de técnicas de mitigación del riesgo sistémico.

Estas técnicas evitan que un ciberincidente se convierta en una ciber crisis sistémica y constituya una amenaza para la estabilidad financiera. En otras palabras, ayudan a gestionar



los efectos de un ciberincidente en el sistema financiero. Las autoridades supervisoras y las responsables de la vigilancia ya están cumpliendo sus mandatos y siguen desarrollando sus marcos regulatorios sobre la resiliencia operativa del sistema financiero y, por consiguiente, contribuyen a mitigar el ciberriesgo de entidades individuales. Estas herramientas de prevención aumentan la resiliencia operativa general y reducen la probabilidad de que se produzcan perturbaciones cibernéticas graves que afecten al sistema financiero, y, con ello, actúan por sí mismas como instrumentos de mitigación del ciberriesgo.

Las herramientas macroprudenciales existentes no están diseñadas específicamente para abordar el impacto de un ciberincidente y, en consecuencia, podrían tener una capacidad limitada para actuar como técnica de mitigación. El principal objetivo de estas herramientas es incrementar la capacidad de absorción de pérdidas del sistema financiero y reforzar la confianza en dicho sistema. De este modo pueden proporcionar mecanismos de respaldo para evitar el contagio financiero y el relacionado con la reputación y, por tanto, reducir la propagación de un ciberincidente. Sin embargo, su diseño y calibración se basan en el supuesto de que se dispone de sistemas operativos que funcionan, lo que podría no ser el caso si se produjera una ciber crisis sistémica. Un ciberincidente puede hacer ineficaz (desde el punto de vista operativo) el uso de las herramientas macroprudenciales. Por consiguiente, es probable que sean necesarias técnicas adicionales de mitigación del riesgo sistémico para hacer frente a las vulnerabilidades relacionadas con la operatividad y su contagio.

Para que la gestión de ciber crisis sistémicas —incluida la activación de técnicas de mitigación— sea eficaz, las autoridades financieras deben realizar un esfuerzo conjunto y actuar con coherencia con el fin de abordar las distintas facetas de la crisis. Esta gestión conjunta requiere una coordinación estrecha y una comunicación abierta entre las autoridades financieras, que también deberían tener el grado necesario de conocimiento de la situación. Para reducir el tiempo de respuesta, es preciso detectar con rapidez las implicaciones de un ciberincidente para la estabilidad financiera. Aparte de los aspectos financieros, en la evaluación general de los riesgos se ha de tener en cuenta también la magnitud de los fallos operativos y, por ese motivo, es precisa la participación de expertos técnicos, de los supervisores micro- y macroprudenciales, y de las autoridades responsables de la vigilancia.

Un elemento básico en la coordinación de la gestión de crisis es una comunicación eficaz. Sin ella, las autoridades se arriesgan a tomar medidas unilaterales que contradigan o comprometan la respuesta de otras jurisdicciones miembros de la JERS, generando incertidumbre y confusión. Un fallo de coordinación de este tipo puede intensificar la amenaza para el sistema financiero derivada de un ciberincidente. En este escenario, la desconfianza podría extenderse a todo el sistema financiero y erosionar la confianza en el sistema. En el informe del Grupo de Trabajo Europeo de Ciberriesgo Sistémico (European Systemic Cyber Group o ESCG) de la JERS se considera que tal situación sería determinante para un ciberincidente en el que la perturbación para el sistema financiero puede amplificarse fácilmente y convertirse en un evento sistémico⁶².

A través del ESCG, la JERS continuó trabajando en promover la preparación de las autoridades financieras para un evento cibernético de carácter sistémico, con el fin de que puedan gestionar las consecuencias financieras de un ciberincidente y, por ende, mantener la estabilidad financiera. Además, el ESCG investigó la idoneidad de las herramientas

⁶² Systemic cyber risk, JERS, febrero de 2020.



macroprudenciales existentes y valoró la necesidad de ampliar el conjunto de herramientas para hacer frente al ciberriesgo sistémico.

3.4.2 Seguimiento del riesgo climático

Al Analysis Working Group/Macroprudential Analysis Group Project Team on Climate Risk (grupo conjunto que trabaja en un proyecto de seguimiento de los riesgos climáticos) se le encomendó la tarea de desarrollar métricas de riesgo cuantificables con el fin de hacer un seguimiento de los riesgos relacionados con el clima para la estabilidad financiera, así como de realizar un primer análisis de los escenarios de tensiones relacionadas con el clima. Este grupo publicó un informe en junio de 2020 con las cuatro conclusiones principales siguientes⁶³: 1) las perturbaciones climáticas parecen ser inevitables; 2) el riesgo climático no parece estar, por el momento, totalmente reflejado en los precios de los activos; 3) las exposiciones de las entidades de crédito de la zona del euro a empresas con un nivel elevado de emisiones parecen limitadas, en promedio, pero se concentran en un número limitado de grandes exposiciones para algunos bancos; el riesgo de transición parece estar mitigándose gradualmente, y 4) un análisis exploratorio de los escenarios sugiere que los costes de transición en términos de resultados económicos y capital bancario serán manejables y temporales para los bancos y las empresas de seguros.

En 2021 prosiguieron los trabajos bajo la coordinación del Comité Técnico Consultivo/Comité de Estabilidad Financiera. Los trabajos más recientes pretenden subsanar las principales deficiencias existentes en el conocimiento empírico de los efectos de los factores determinantes de los riesgos climáticos en la estabilidad financiera en dos aspectos fundamentales. Primero, las conclusiones de un informe publicado el año pasado se han utilizado para establecer una correspondencia más exhaustiva entre los factores determinantes relacionados con el clima y el riesgo financiero en la Unión Europea, en especial aportando nuevas perspectivas sobre el riesgo físico, además de conocimientos más detallados sobre los efectos financieros del riesgo de transición. Segundo, en el informe que se publicará próximamente se tienen en cuenta el creciente número de iniciativas de modelización del sector oficial de la Unión Europea con el fin de presentar los avances recientes en el análisis de escenarios de las entidades de crédito, las empresas de seguros y los fondos de inversión de la zona del euro.

⁶³ **Positively green: measuring climate change risks to financial stability**, JERS, junio de 2020.



4 Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas

4.1 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» conforme al artículo 17 del Reglamento de la JERS⁶⁴.

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 y la Comisión Europea— están obligados a comunicar al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y a la JERS 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», que se revisó en abril de 2016.

En las subsecciones siguientes se describen las evaluaciones del cumplimiento de las recomendaciones realizadas durante el período analizado.

4.1.1 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial

El objetivo de la Recomendación JERS/2015/2⁶⁵ 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, se establecen 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 primera evaluación del seguimiento de la Recomendación se inició en el primer trimestre de 2018 y se basó en la información facilitada por los destinatarios hasta el 30 de

⁶⁴ Reglamento (UE) n° 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2020, 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 de 15.12.2010, p. 1).

⁶⁵ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2015/2).**



junio de 2017. Se prevé que este ejercicio, actualmente en curso, se concluya en el transcurso de 2021.

4.1.2 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2017/6 sobre los riesgos de liquidez y de apalancamiento de los fondos de inversión y de la Recomendación JERS/2020/4 sobre los riesgos de liquidez de los fondos de inversión

La Recomendación JERS/2017/6⁶⁶ incluye cinco recomendaciones: la Recomendación A, diseñada para hacer frente a los riesgos que puedan surgir cuando los gestores de fondos no dispongan de los instrumentos de gestión de liquidez adecuados; la Recomendación B, cuyo objeto es mitigar y prevenir desajustes excesivos de liquidez en los fondos de inversión alternativos (FIA) abiertos; la Recomendación C, que tiene como objetivo promover prácticas comunes en las pruebas de resistencia de la liquidez en el ámbito de los fondos de inversión; la Recomendación D, diseñada para establecer un marco armonizado de presentación de información para los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) de toda la Unión, y la Recomendación E, cuya finalidad es facilitar la aplicación del artículo 25 de la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), que establece una herramienta macroprudencial para limitar el apalancamiento de los FIA.

En septiembre de 2019, la ESMA publicó las directrices a las que se refiere la Recomendación B en un informe titulado «Final Report: Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs»⁶⁷. Por lo que respecta a la Recomendación E, la ESMA publicó sus directrices sobre el artículo 25 de la Directiva 2011/61/UE en septiembre de 2020⁶⁸.

La Recomendación JERS/2020/4⁶⁹ incluye una recomendación, la Recomendación A, que tiene como objetivo mejorar el grado de preparación de los fondos de inversión para responder a posibles perturbaciones adversas futuras que puedan provocar un deterioro de la liquidez de los mercados financieros, con potenciales consecuencias negativas para la estabilidad financiera de la Unión. La JERS ha identificado dos segmentos como áreas especialmente prioritarias que requieren una vigilancia más estrecha desde la perspectiva de la estabilidad financiera: el primero son los fondos de inversión con exposiciones significativas a valores de renta fija privada, y el segundo los fondos de inversión con exposiciones significativas a activos inmobiliarios.

Tras la publicación de la Recomendación de la JERS, la ESMA estableció un grupo de trabajo con las autoridades nacionales competentes (ANC) para acordar una muestra de fondos, una metodología común, un cuestionario que las ANC debían enviar a las sociedades gestoras, y una plantilla de evaluación que las ANC deben utilizar para comunicar sus evaluaciones a la ESMA. Las ANC recabaron datos de los gestores de activos,

⁶⁶ **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).**

⁶⁷ **Final Report Guidelines on liquidity stress testing in UCITS and AIFs**, 2 de septiembre de 2019, ESMA34-39-882.

⁶⁸ **Final Report Guidelines on Article 25 of Directive 2011/61/EU**, 17 de diciembre de 2020, ESMA34-32-552.

⁶⁹ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 6 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez de los fondos de inversión (JERS/2020/4).**



informaron al respecto a la ESMA hasta el 2 de septiembre de 2020, y remitieron sus propios informes de evaluación hasta el 15 de septiembre. El 12 de noviembre de 2020, la ESMA publicó un informe en el que se recogen sus análisis y conclusiones sobre el grado de preparación de los fondos de inversión considerados y se presentan las cinco áreas prioritarias identificadas para mejorar la preparación de los fondos con exposiciones significativas a valores de renta fija privada y a activos inmobiliarios ante posibles perturbaciones adversas futuras⁷⁰.

La evaluación conjunta del seguimiento de las recomendaciones de la JERS se inició en el cuarto trimestre de 2020 y se basa en la información facilitada por los destinatarios hasta el 30 de junio de 2019 y el 31 de diciembre de 2020. Se prevé que este ejercicio, actualmente en curso, se concluya a lo largo de 2021.

4.1.3 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles

El objetivo de la Recomendación JERS/2016/14⁷¹, modificada por la Recomendación JERS/2019/3⁷², es que las autoridades macroprudenciales nacionales apliquen un marco para el seguimiento de la evolución del sector inmobiliario que afecte a la estabilidad financiera basado en las definiciones e indicadores específicos comúnmente acordados. La Recomendación se divide en seis subrecomendaciones (A, B, C, D, E y F): las subrecomendaciones A, B, C, y D van dirigidas a las autoridades macroprudenciales nacionales, la E a las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), y la F a la Comisión (Eurostat).

Las autoridades macroprudenciales remitieron sus informes provisionales a la JERS conforme a las recomendaciones A a D, cuyo plazo de presentación finalizó el 31 de diciembre de 2019. El 19 de febrero de 2021, la Junta General aprobó la nota ampliada (*extended note*) correspondiente a la evaluación del cumplimiento de las subrecomendaciones A y D.

La evaluación del seguimiento de las subrecomendaciones A y B comenzó en enero de 2021 y se basa en los informes finales presentados por las autoridades macroprudenciales nacionales hasta el 31 de diciembre de 2020. Se prevé que este ejercicio, actualmente en curso, se concluya a lo largo de 2021.

⁷⁰ **Report on Recommendation of the European Systemic Risk Board (ESRB) on liquidity risk in investment funds**, 12 de noviembre de 2020, ESMA34-39-1119.

⁷¹ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (JERS/2016/14).**

⁷² **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 21 de marzo de 2019, por la que se modifica la Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (JERS/2019/3).**



4.1.4 Evaluación del cumplimiento de la 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 la Recomendación 2015/1⁷³ es promover un enfoque coherente en toda la Unión para el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón de capital anticíclico (CCA) frente a terceros países, con el fin de proteger al sector bancario de los Estados miembros de la UE de los riesgos asociados a un crecimiento excesivo del crédito al sector privado no financiero en terceros países, así como de garantizar la igualdad de condiciones en la Unión y evitar el arbitraje regulatorio. Esta Recomendación pretende velar por que las autoridades designadas reconozcan los porcentajes de CCA fijados por las autoridades de terceros países y puedan determinar los porcentajes de CCA para las exposiciones frente a terceros países, también con el fin de hacer frente a riesgos que podrían disminuir o materializarse.

El informe de cumplimiento de las subrecomendaciones B(1) y B(2) y de la Recomendación D se completó en octubre de 2017. La evaluación de la Recomendación A, de las subrecomendaciones B(1) y B(3), y de la Recomendación C, sobre cuya aplicación debía informarse a la JERS no más tarde del 31 de diciembre de 2020, se está llevando a cabo actualmente y está previsto que se concluya en 2021.

4.1.5 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/6

El 25 de mayo de 2020, la JERS emitió la Recomendación JERS/2020/6 sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía⁷⁴. Las Recomendaciones A y D pretenden velar por que los cambios repentinos y significativos (y, por tanto, procíclicos) y los efectos desproporcionados relacionados con los márgenes iniciales y los activos de garantía sean limitados. Además, la Recomendación B tiene por finalidad asegurar que las entidades de contrapartida central (ECC) incorporen plenamente en sus pruebas de resistencia de liquidez toda circunstancia que pueda ocasionarles un déficit de liquidez, con el fin de incentivarlas a mejorar la gestión de su dependencia de los proveedores de servicios de liquidez. Por último, el objetivo de la Recomendación C es velar por que las ECC, al tiempo que mantienen su resiliencia financiera, limiten la asimetría del pago de los márgenes de variación obtenidos intradía, y que establezcan regímenes y calendarios sobre márgenes de garantía que sean previsibles y eviten restricciones de liquidez excesivas para los miembros compensadores que puedan dar lugar a impagos.

El 30 de noviembre de 2020 finalizó el plazo para que los destinatarios de las Recomendaciones A, B(2), B(3), B(4) y C presentaran sus informes de seguimiento, que actualmente están siendo considerados por un equipo de evaluación especializado. Está previsto que la evaluación se concluya en 2021.

⁷³ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países (JERS/2015/1).**

⁷⁴ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía (JERS/2020/06).**



4.1.6 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/7 y de la Recomendación JERS/2020/15

El 27 de mayo de 2020, la JERS emitió la Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19, en la que se pedía a las autoridades pertinentes que solicitaran a las entidades financieras sujetas a su supervisión que, al menos hasta el 1 de enero de 2021, se abstuvieran de adoptar cualquier medida que conllevara la reducción de la cantidad o la calidad de los fondos propios al nivel del grupo de la UE (o a nivel individual si la entidad financiera no es parte de un grupo de la UE) y, en su caso, a nivel subconsolidado o individual⁷⁵. Entre estas medidas se incluyen el reparto de dividendos o el compromiso irrevocable de repartirlos, la recompra de acciones ordinarias y la contracción de la obligación de pagar una remuneración variable a las personas que asumen riesgos importantes. La Recomendación se refiere a entidades crédito, determinadas empresas de inversión, empresas de seguros, empresas de reaseguros y entidades de contrapartida central.

La aplicación de la Recomendación ha sido evaluada por un equipo de evaluación especializado que comenzó su trabajo en septiembre de 2020. La evaluación de la primera fase se basó en la información facilitada por los destinatarios hasta el 31 de julio de 2020 y se concluyó en el segundo trimestre de 2021. Los resultados de la evaluación del cumplimiento de la primera fase de la Recomendación JERS/2020/7 se publicarán, junto con los correspondientes a la segunda fase, a lo largo de 2022.

En diciembre de 2020, la Recomendación JERS/2020/7 fue modificada por la Recomendación JERS/2020/15, incluida la fecha hasta la que estará vigente la limitación de las distribuciones de capital⁷⁶. La aplicación de la Recomendación modificada se evaluará en el cuarto trimestre de 2021 a partir de la información que faciliten los destinatarios hasta el 15 de octubre de 2021.

4.1.7 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2020/8

El 27 de mayo de 2020, la JERS emitió la Recomendación JERS/2020/8 sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera derivadas de las moratorias de deuda, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia de COVID-19⁷⁷. El objetivo de la Recomendación A es asegurar que las autoridades macroprudenciales nacionales vigilen y evalúen las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas adoptadas en relación con el COVID-19 por sus Estados miembros para proteger a la economía real, como las moratorias de deuda, los planes

⁷⁵ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de mayo de 2020, sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/7).**

⁷⁶ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2020, por la que se modifica la Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19 (JERS/2020/15).**

⁷⁷ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de mayo de 2020, sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de las deudas, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger a la economía real frente a la pandemia de la COVID-19 (JERS/2020/8).**



públicos de garantía y otras medidas de naturaleza fiscal. En la Recomendación B se establece un marco para que las autoridades macroprudenciales nacionales presenten periódicamente la información necesaria con el fin de que la JERS pueda vigilar y evaluar las implicaciones de las medidas nacionales a las que se refiere la Recomendación A para la estabilidad financiera en la Unión Europea.

En diciembre de 2020, la JERS publicó un informe de cumplimiento de la aplicación de la Recomendación A. En general, la evaluación puso de manifiesto un alto grado de cumplimiento de esta Recomendación por parte de los destinatarios⁷⁸. El 31 de diciembre de 2020 finalizó el plazo para que los destinatarios de la Recomendación B presentaran sus informes de seguimiento provisionales, que actualmente están siendo evaluados por un equipo de evaluación especializado. Está previsto que la evaluación se concluya a lo largo de 2021.

4.1.8 Evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2019/18

El 26 de septiembre de 2019, la JERS emitió la Recomendación JERS/2019/18 relativa al intercambio y la recopilación de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país⁷⁹. Habida cuenta del aumento de la prestación de servicios financieros transfronterizos a través de sucursales dentro de la Unión, el objetivo de la Recomendación es potenciar el intercambio y la recopilación de información sobre sucursales a efectos macroprudenciales y de estabilidad financiera. En concreto, en la Recomendación A se recomienda que las autoridades pertinentes intercambien la información que consideren necesaria para el desempeño de las funciones relacionadas con la adopción o la activación de medidas de política macroprudencial o de otras funciones de estabilidad financiera, y que establezcan memorandos de entendimiento u otras formas de acuerdos voluntarios para la cooperación y el intercambio de información entre sí.

El 31 de diciembre de 2020 finalizó el plazo para que los destinatarios de la Recomendación A presentaran los informes provisionales de seguimiento, que actualmente están siendo evaluados por un equipo de evaluación especializado. Está previsto que la evaluación se concluya en el tercer trimestre de 2021.

⁷⁸ Se determinó que 27 destinatarios cumplían íntegramente la Recomendación («Fully Compliant», FC) y que los cuatro restantes la cumplían en su mayor parte («Largely Compliant», LC).

⁷⁹ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 26 de septiembre de 2019, relativa al intercambio y la recopilación de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país (JERS/2019/18).**



4.1.9 Evaluación del cumplimiento de las Recomendaciones JERS/2019/4, JERS/2019/5, JERS/2019/6, JERS/2019/7, JERS/2019/8 y JERS/2019/9.

El 27 de junio de 2019, la JERS decidió emitir seis recomendaciones específicas por país sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial, tras realizar una evaluación sistemática y prospectiva de este sector en todo el Espacio Económico Europeo (EEE). Las recomendaciones se enviaron a los ministros competentes de Bélgica⁸⁰, Dinamarca⁸¹, Finlandia⁸², Luxemburgo⁸³, Países Bajos⁸⁴ y Suecia⁸⁵. Habida cuenta de que las vulnerabilidades identificadas en relación con el sector inmobiliario residencial como fuente de riesgos sistémicos difieren de un país a otro, las recomendaciones incluyen diferentes medidas y, en consecuencia, los plazos de aplicación establecidos son distintos.

El primer plazo para que los destinatarios presentaran informes de seguimiento sobre el grado de aplicación finalizó el 31 de octubre de 2020. La evaluación del cumplimiento de estas recomendaciones, basada en los informes de seguimiento presentados hasta el 31 de octubre, se concluyó en el segundo trimestre de 2021.

4.2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

4.2.1 Comparecencia de la presidenta de la JERS ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo

En consonancia con sus obligaciones de rendición de cuentas y de información⁸⁶, la presidenta de la JERS comparece ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON, por 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. Las dos comparecencias celebradas en 2020 se llevaron a cabo de manera virtual, debido a la pandemia de COVID-19.

Las declaraciones introductorias de la presidenta de la JERS se publican en el sitio web de la institución. Estas declaraciones proporcionan a los miembros del Parlamento Europeo

⁸⁰ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2019, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Bélgica (JERS/2019/4).

⁸¹ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2019, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Dinamarca (JERS/2019/5).

⁸² Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2019, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Finlandia (JERS/2019/8).

⁸³ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2019, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Luxemburgo (JERS/2019/6).

⁸⁴ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2019, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de los Países Bajos (JERS/2019/7).

⁸⁵ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2019, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial de Suecia (JERS/2019/9).

⁸⁶ Artículo 19 del Reglamento de la JERS.



información general sobre la posición de la JERS en relación con la coyuntura de riesgos sistémicos y sobre las opciones de política macroprudencial recomendadas. A continuación se resumen los aspectos principales de las dos comparecencias más recientes.

En la **comparecencia del 8 de junio de 2020 ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios**, la presidenta de la JERS se centró en la respuesta de la JERS a los retos planteados por la pandemia de COVID-19. La presidenta destacó la evaluación realizada por la JERS de las principales vulnerabilidades que la pandemia puso al descubierto y las cinco áreas de actuación prioritarias identificadas por la JERS. Los miembros del Parlamento Europeo recibieron información de primera mano sobre el conjunto de medidas adoptadas por la JERS en esas áreas, así como sobre sus fundamentos. En cuanto a las prioridades de la JERS a medio plazo, la presidenta anunció la publicación del informe de la JERS sobre los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con el cambio climático y analizó sus conclusiones principales.

En la **comparecencia del 19 de noviembre de 2020**, la presidenta de la JERS analizó dos áreas principales. En primer lugar, explicó las medidas adicionales adoptadas en el sector no bancario en el contexto de la respuesta de la JERS a la pandemia de COVID-19. En segundo lugar, informó a los miembros del Parlamento Europeo de la valoración de la JERS sobre los riesgos para la estabilidad financiera, centrándose, en particular, en cuestiones bancarias y en las prioridades de actuación futuras. Por último, la presidenta destacó la adopción de la Recomendación de la JERS sobre el uso del identificador de entidad jurídica.

Además de las comparecencias públicas, cuando procede, la presidenta de la JERS mantiene conversaciones confidenciales con la presidenta y los vicepresidentes de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios sobre el trabajo desarrollado por la JERS⁸⁷.

4.2.2 Otras relaciones institucionales

La JERS celebró su reunión anual con el Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores y los auditores legales de las entidades financieras de importancia sistémica mundial (G-SIFI, por sus siglas en inglés) radicadas en la UE los días 3 y 4 de noviembre de 2020. La reunión se celebró a distancia por las restricciones vigentes como consecuencia de la pandemia de COVID-19. La legislación de la UE⁸⁸ dispone que se celebre una reunión para informar a la JERS sobre desarrollos sectoriales o cualquier hecho significativo ocurrido en las G-SIFI. El debate se centró en el impacto inmediato y a largo plazo de la pandemia de COVID-19 sobre las entidades de crédito y las empresas de seguros, en cómo puede afectar la pandemia a la labor de auditoría, y en el papel de los auditores en la prevención del fraude contable.

El CCC concede anualmente un premio (el premio Ieke van den Burg) en reconocimiento de trabajos de investigación destacados de jóvenes académicos sobre temas relacionados con el mandato de la JERS. Este premio anual se creó en 2014 en memoria de Ieke van den Burg, miembro del CCC (2011-2014) y del Parlamento Europeo (1999-2009), y en 2020 recayó en

⁸⁷ Artículo 19, apartado 5, del Reglamento de la JERS.

⁸⁸ Artículo 12, apartado 2, del Reglamento (UE) nº 537/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre los requisitos específicos para la auditoría legal de las entidades de interés público y por el que se deroga la Decisión 2005/909/CE de la Comisión (DO L 158 de 27.5.2014, p. 77).



Marcus Mølbak Ingholt por el trabajo titulado «Multiple Credit Constraints and Time-Varying Macroeconomic Dynamics»⁸⁹.

4.2.3 El marco institucional

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

Durante el período analizado, Claudia Buch, vicepresidenta del Deutsche Bundesbank, fue nombrada vicepresidenta del CTC. Además, el profesor Javier Suárez sucedió al profesor Richard Portes en la presidencia del CCC, mientras que los profesores Stephen Cecchetti y Lorianna Pelizzon pasaron a ocupar la vicepresidencia de este Comité. Por último, Emmanuelle Assouan —de la Banque de France— sucedió a Thomas Schepens —del National Bank van België/Banque Nationale de Belgique— como copresidenta del Grupo de Trabajo de Análisis (Analysis Working Group, AWG) del CTC.

Entre el 1 de abril de 2020 y el final de marzo de 2021, la JERS tenía 20 grupos de trabajo activos que celebraron un total de 133 reuniones de subestructuras de la Junta General, del Comité Director, del CCC y del CTC.

El BCE presta apoyo a la JERS de diversas maneras. La Secretaría se ocupa del trabajo diario de la JERS.

El jefe de la Secretaría es Francesco Mazzaferro y su subjefe, Tuomas Peltonen. De conformidad con el Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo, el BCE asegura el funcionamiento de la Secretaría de la JERS proporcionándole apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. En 2020, el BCE prestó apoyo a la JERS mediante la asignación de 63,37 empleados en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa (FTE, por sus siglas en inglés). De estos, 32,11 trabajaron en la Secretaría y 31,26 se dedicaron a otras funciones de apoyo. Los costes directos incurridos por el BCE ascendieron a 9,9 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 55,3 FTE para prestar apoyo analítico en el marco de los grupos de trabajo de la JERS y de la presidencia de estos grupos.

⁸⁹ Para más información sobre el [Premio Ieke van den Burg](#), véase el sitio web de la JERS.



Anexo 1: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2020 y el 31 de marzo de 2021

Informes y documentos publicados por la JERS

Documentos de Trabajo

31/03/2021

The importance of technology in banking during a crisis

15/03/2021

Procyclical asset management and bond risk premia

15/03/2021

Cross-border credit derivatives linkages

01/02/2021

Financial crises, macroprudential policy and the reliability of credit-to-GDP gaps

16/11/2020

Retrenchment of euro area banks and international banking models

01/10/2020

Debt holder monitoring and implicit guarantees: did the BRRD improve market discipline?

01/09/2020

Gap-filling government debt maturity choice

15/04/2020

A dynamic network model to measure exposure diversification in the Austrian interbank market



Documentos Ocasionales

13/07/2020

Pension schemes in the European Union: challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives

04/05/2020

The making of a cyber crash: a conceptual model for systemic risk in the financial sector

Informes de la JERS

16/02/2021

Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic

Infografías

21/01/2021

Preparing for the post-pandemic rise in corporate insolvencies

01/12/2020

Financial stability policies and bank lending: quasi-experimental evidence from Federal Reserve interventions in 1920-21

05/08/2020

Reforming bank stress testing in the EU: reflections in light of the EBA's discussion paper on the issue

23/07/2020

JERS – Informe Anual 2019

08/06/2020

Liquidity risks arising from margin calls

08/06/2020

System-wide restraints on dividend payments, share buybacks and other pay-outs



08/06/2020

Positively green: measuring climate change risks to financial stability

14/05/2020

Issues note on liquidity in corporate bond and commercial paper markets

29/04/2020

A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2019

Risk Dashboard

18/12/2020

ESRB Risk Dashboard, diciembre de 2020 (número 34)

ESRB Risk Dashboard - Annex I

ESRB Risk Dashboard - Annex II

01/10/2020

ESRB Risk Dashboard, septiembre de 2020 (número 33)

Overview note

ESRB Risk Dashboard - Annex I

ESRB Risk Dashboard - Annex II

02/07/2020

ESRB Risk Dashboard, julio de 2020 (número 32)

Overview note

ESRB Risk Dashboard - Annex I

ESRB Risk Dashboard - Annex II

09/04/2020

ESRB Risk Dashboard, abril de 2020 (número 31)



© Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2021

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 2021.

Puede consultarse terminología específica en el [glosario de la JERS](#) (disponible solo en inglés).

ISSN	1977-5164 (pdf)
ISBN	978-92-9472-188-4 (pdf)
DOI	10.2849/874390 (pdf)
Número de catálogo UE	DT-AA-21-001-ES-N (pdf)