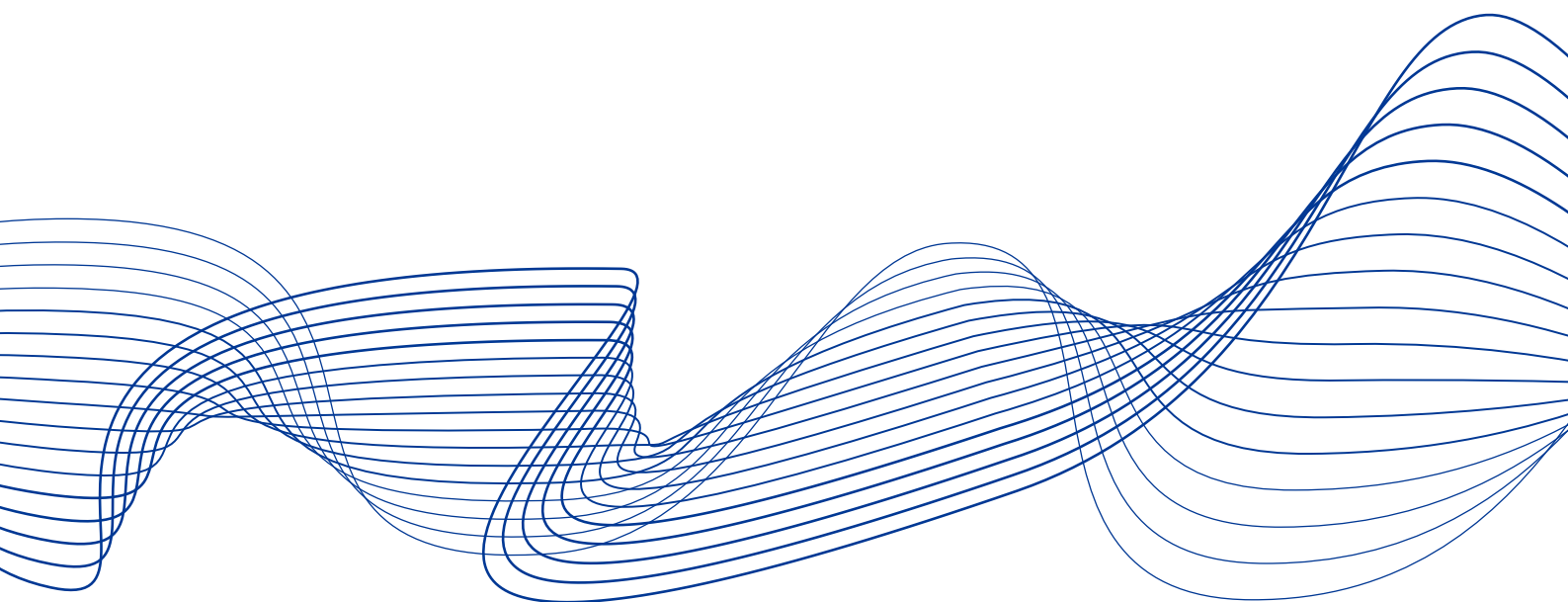


Informe Anual

2022



JERS

Junta Europea de Riesgo Sistémico

Sistema Europeo de Supervisión Financiera

Índice

Prólogo	3
Resumen	5
1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE	9
1.1 Visión general	9
1.2 Actividades periódicas de seguimiento y evaluación de riesgos	22
Recuadro 1 El seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria	24
Recuadro 2 El seguimiento de los riesgos en el mercado de titulización de la UE	25
2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico	27
2.1 Iniciativas para afrontar la acumulación de vulnerabilidades y riesgos en el sistema financiero	27
2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades de crédito	34
2.3 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades financieras no bancarias	36
3 Análisis de las medidas nacionales	41
3.1 Descripción de las medidas	42
3.2 Colchón de capital anticíclico	43
3.3 Colchón contra riesgos sistémicos	45
3.4 Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)	45
3.5 Medidas de ponderación de riesgo	46
3.6 Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios	47
3.7 Otras medidas	48
3.8 Reciprocidad	49
4 Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas	52
4.1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS	52



4.2	Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales	54
4.3	Estructura organizativa de la JERS	55
4.4	Actos públicos de la JERS	55
	Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2022 y el 31 de marzo de 2023	57



Prólogo

Me complace presentar el duodécimo Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2022 y el 31 de marzo de 2023. El informe es un elemento importante del marco de transparencia y rendición de cuentas de la JERS. Con este informe, dirigido a los legisladores de la Unión Europea y a los ciudadanos europeos en general, explicamos cómo ha cumplido la JERS su mandato.

El período analizado se caracterizó por el aumento de la incertidumbre geopolítica y económica, en gran medida como consecuencia de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania. La guerra provocó una subida de los precios de la energía que avivó las presiones inflacionistas en todo el mundo y dio lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación. Estos desarrollos fueron lastrando las perspectivas económicas. La guerra también potenció las ciberamenazas en toda Europa. La combinación de estos factores generó un incremento sustancial de los riesgos para la estabilidad financiera.

La JERS respondió a estos desarrollos de diversas maneras. Concretamente, en septiembre de 2022, pidió una mayor concienciación sobre los riesgos para la estabilidad financiera emitiendo —por primera vez— un **aviso general** sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la UE. También formuló una **recomendación** para contribuir a abordar las vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario comercial. Asimismo, en respuesta al entorno de aumento de las ciberamenazas, la JERS adoptó medidas para facilitar el intercambio de información entre jurisdicciones y autoridades. Además, publicó un **informe** en el que establece los mecanismos necesarios para impulsar la ciberresiliencia y reforzar el grado de preparación para responder a ciberincidentes.

La JERS también instó a los legisladores a utilizar los expedientes de las revisiones legislativas pertinentes para contribuir a abordar las vulnerabilidades constatadas en el sector financiero no bancario. En este sentido, hizo hincapié en la forma en la que debería reforzarse **Solvencia II**, el marco regulatorio de las aseguradoras, centrando la atención en las herramientas de gestión de la liquidez. La JERS también subrayó que **la persistente mala calidad de los datos** dificulta el análisis de la estabilidad financiera. Además, en el contexto de las enmiendas de modificación del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado, la JERS formuló propuestas para **fortalecer la compensación centralizada en la UE.**

Al final del período analizado, la quiebra de dos bancos estadounidenses de tamaño mediano y los problemas que dieron lugar a la adquisición de Credit Suisse por UBS sirvieron de recordatorio de la necesidad de permanecer alerta. Las sólidas posiciones de capital y de liquidez, así como la elevada rentabilidad, contribuyeron a la resiliencia del sector bancario de la UE en el período considerado. Sin embargo, dos factores principales siguen lastrando las perspectivas de este sector: en primer lugar, la desaceleración del crecimiento económico y las subidas de los tipos de interés, incluido el posible impacto negativo sobre la calidad de los activos y los volúmenes de crédito y, en segundo lugar, el efecto del incremento de los costes de financiación de las entidades de crédito, que podría presionar los márgenes de intermediación. La magnitud del impacto de estos factores todavía se desconoce, pero es probable que se acentúe con el tiempo. Después de la reunión celebrada a finales de marzo de 2023, la Junta General de la JERS señaló que todas las entidades financieras deberían preservar



cuidadosamente sus niveles de resiliencia actuales con el fin de garantizar su capacidad para afrontar un entorno potencialmente menos favorable¹.

Por último, varios apreciados y valorados integrantes de la JERS cesaron en sus cargos durante el período analizado y me gustaría agradecerles su inestimable labor. En particular, quiero expresar mi sincero agradecimiento a Stefan Ingves, cuyo mandato como vicepresidente primero de la JERS finalizó cuando se jubiló como gobernador del Sveriges Riksbank. Stefan ha sido uno de los impulsores más importantes de los trabajos de la JERS desde su creación. Ocupó el puesto de presidente del Comité Técnico Consultivo en dos mandatos iniciales (hasta 2016) y prestó apoyo a la JERS como su vicepresidente primero a partir de 2020.

También quisiera agradecer a Lars Rohde, anterior gobernador del Danmarks Nationalbank y anterior miembro de la Junta General y del Comité Director, y a Pierre Wunsch, gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, anterior miembro del Comité Director, su significativa contribución a los trabajos de la JERS. Por último, quiero expresar mi gratitud al profesor Javier Suarez (CEMFI) por sus ocho años al frente —como presidente o vicepresidente— del Comité Científico Consultivo de la JERS.

Christine Lagarde
Presidenta de la JERS

¹ Véase la [nota de prensa publicada tras la reunión de la Junta General de la JERS celebrada el 30 de marzo de 2023](#).



Resumen

En septiembre de 2022, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió —por primera vez— un aviso general sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la UE ante el notable aumento de los riesgos para la estabilidad financiera a lo largo del año². El impacto económico de la injustificada guerra de Rusia contra Ucrania, unido al endurecimiento de las condiciones financieras como consecuencia del proceso de normalización de la política monetaria, habían incrementado la probabilidad de que se materializaran escenarios de los denominados riesgos de cola. En el aviso de la JERS se pedía una mayor concienciación sobre los riesgos para la estabilidad financiera y se hacía hincapié en la necesidad de mejorar la resiliencia del sector financiero de la UE para permitir al sistema financiero apoyar la economía en caso de materialización de esos riesgos.

Los riesgos para la estabilidad financiera en la UE aumentaron de forma significativa en 2022. El estallido de la guerra en Ucrania ocasionó un rápido deterioro del entorno de riesgos que dio lugar a una mayor incertidumbre geopolítica, a un repunte de la inflación y a un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento debido a la subida de los precios de la energía, de los alimentos y de las materias primas, así como a las disrupciones en las cadenas de suministro. Como resultado, los riesgos para la estabilidad financiera se incrementaron considerablemente en todos los sectores, incluidos los hogares, las sociedades no financieras y las entidades financieras, así como en todos los mercados financieros. Las perspectivas para los hogares se deterioraron como consecuencia de la disminución de la renta real disponible y del endurecimiento de las condiciones de financiación. Las sociedades no financieras, en particular las empresas intensivas en energía y las empresas que contrajeron más deuda durante la pandemia de coronavirus (COVID-19), mostraron mayor vulnerabilidad frente al alza de la inflación y de los tipos de interés. Las entidades financieras se vieron cada vez más expuestas a un aumento de los riesgos de crédito y de financiación a medida que las perspectivas macroeconómicas fueron empeorando. La guerra en Ucrania también desencadenó una caída acusada y generalizada de los precios de los activos. La fuerte correlación entre los precios de múltiples clases de activos redujo los beneficios de las estrategias de diversificación. Además, la escalada de las tensiones geopolíticas incrementó el riesgo de que las entidades financieras o los principales proveedores de servicios fueran el blanco de ciberataques.

En los cinco meses siguientes a la emisión del aviso general, los riesgos de cola a corto plazo para las perspectivas económicas se redujeron en cierta medida. Esta evolución reflejó la disminución de los precios de la energía y de las materias primas, una rentabilidad bancaria mejor de lo esperado y la subida de los precios de las acciones. El ahorro energético por parte de los hogares y las empresas, unido a un invierno con temperaturas suaves, ayudaron a evitar el riesgo de cola de una crisis energética global en Europa. Asimismo, la reapertura de la economía china tras los confinamientos a raíz de la pandemia de COVID-19 estimuló la demanda mundial.

Las preocupaciones sobre las vulnerabilidades del sector bancario se intensificaron en marzo de 2023 a raíz de la quiebra de dos bancos de tamaño mediano en Estados Unidos y de los problemas que dieron lugar a la adquisición de Credit Suisse por UBS. Las autoridades responsables de elaborar las políticas en las jurisdicciones pertinentes implementaron

² El período analizado en este informe abarca desde el 1 de abril de 2022 hasta el 31 de marzo de 2023.



con rapidez diversas medidas que ayudaron a restablecer la confianza en el sector financiero³. La JERS señaló que la evolución del sector bancario y de los mercados financieros en marzo señalaba la necesidad de mantener la vigilancia de las vulnerabilidades que pusieron en evidencia estos acontecimientos relativos a las estructuras de financiación y la gestión del riesgo de tipo de interés del balance (IRRBB, por sus siglas en inglés) en un entorno macrofinanciero difícil. A tal fin, la JERS subrayó que las entidades financieras deberían preservar cuidadosamente sus niveles de resiliencia actuales con el objeto de garantizar su capacidad para afrontar un entorno potencialmente menos favorable⁴.

La JERS continuó con sus actividades periódicas de seguimiento y contribuyó a elaborar las pruebas de resistencia de las Autoridades Europeas de Supervisión. Como parte de su seguimiento de los riesgos en determinadas partes del sector financiero no bancario, la JERS publicó su informe anual **EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022**. También aportó escenarios adversos para **la prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE de 2023 de la Autoridad Bancaria Europea y la prueba de resistencia de los fondos del mercado monetario de 2022 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados**, así como el **escenario climático para la prueba de resistencia de los fondos de pensiones a escala de la UE de 2022 de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación**.

Durante el período analizado, la JERS siguió trabajando en importantes iniciativas intersectoriales y transfronterizas. En el marco de este trabajo, emitió una recomendación para abordar los riesgos en los mercados de inmuebles comerciales. El sector inmobiliario comercial tiene fuertes interconexiones tanto con la economía real como con el sistema financiero y, por tanto, puede tener un impacto sistémico en ambos. En la recomendación de la JERS se presentaban opciones a corto y medio plazo para aumentar la resiliencia de distintos tipos de entidades financieras, incluidas entidades de crédito, fondos de inversión y aseguradoras. La JERS también recomendó que la Comisión Europea adoptara medidas regulatorias para eliminar las lagunas de datos y elaborara legislación basada en la actividad para abordar las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial en el conjunto del sector financiero. Además, propuso opciones para afrontar los riesgos para la estabilidad financiera asociados a ciberincidentes y al cambio climático, así como a los criptoactivos y las finanzas descentralizadas. Estas propuestas se han diseñado para mitigar los riesgos y vulnerabilidades conocidos que afectan al sistema financiero. En el aviso general también se pusieron de relieve algunos de estos riesgos y vulnerabilidades transversales, aunque gran parte de este trabajo había empezado antes de que se emitiera el aviso.

La JERS también continuó trabajando en políticas sectoriales dirigidas a las entidades de crédito, los fondos de inversión, las aseguradoras y el ecosistema de compensación centralizada. El aviso general de la JERS de septiembre de 2022 hacía hincapié en la necesidad de aumentar la resiliencia de estos sectores y de reducir la probabilidad de que las perturbaciones se transmitan a otras partes del sistema financiero. Las actividades relacionadas específicamente con el sector bancario incluyeron contribuciones a la revisión quinquenal del marco de política

³ Por ejemplo, el Banco Nacional de Suiza **proporcionó un volumen de liquidez sustancial** para respaldar la adquisición de Credit Suisse por parte de UBS. La Junta Única de Resolución, la Autoridad Bancaria Europea y la Supervisión Bancaria del BCE emitieron una **declaración conjunta** en la que se aclaraba el orden según el cual los accionistas y los acreedores deberían soportar pérdidas en caso de insolvencia en la UE. El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza **anunciaron medidas coordinadas** para aumentar la provisión de liquidez a través de los acuerdos permanentes de provisión de liquidez (líneas swap) en dólares estadounidenses.

⁴ Véase la **nota de prensa** publicada tras la reunión de la Junta General de la JERS celebrada el 30 de marzo de 2023.



macroprudencial de la UE por parte de la Comisión Europea. La JERS también prestó apoyo a las instituciones miembros de la JERS en sus decisiones nacionales de política macroprudencial. Fuera del sector bancario, la JERS había pedido reiteradamente reformas regulatorias en el sector financiero no bancario⁵ y había señalado que los progresos eran insuficientes⁶. Las propuestas legislativas para la revisión de las normas prudenciales aplicables a los fondos de inversión, las aseguradoras y las infraestructuras de compensación centralizada emitidas por la Comisión Europea durante el período analizado brindaron la oportunidad de abordar algunas de estas vulnerabilidades. En consecuencia, la JERS interactuó con los colegisladores para poner de relieve áreas de estas propuestas en las que podrían introducirse mejoras para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera.

Varios Estados miembros de la UE endurecieron sus políticas macroprudenciales durante el período analizado en respuesta al aumento de los riesgos cíclicos.

Los porcentajes del colchón de capital anticíclico (CCA) aumentaron en trece países de la UE/EEE en el período considerado (Bulgaria, Croacia, Chipre, Estonia, Francia, Hungría, Irlanda, Lituania, Países Bajos, Rumanía, Eslovenia, Eslovaquia y Suecia). Cuatro países introdujeron un colchón contra riesgos sistémicos (CRS). Liechtenstein, Malta y Eslovenia utilizaron el CRS para abordar los riesgos sectoriales relacionados con el mercado inmobiliario y el sector de los hogares. Finlandia impuso un CRS sobre el total de las exposiciones nacionales. Países Bajos y Noruega prorrogaron la aplicación de las medidas nacionales más estrictas vigentes (con arreglo al artículo 458 del Reglamento de Requerimientos de Capital, RRC)⁷. En los Países Bajos, la medida iba dirigida al sector inmobiliario residencial, mientras que, en Noruega, se dirigía tanto al sector residencial como al comercial. Por último, Austria, Rumanía, Eslovenia, Islandia, Irlanda, Noruega y Eslovaquia adoptaron nuevas medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) o modificaron medidas existentes. Algunas eran aplicables a todos los prestatarios de determinados tipos de préstamos, mientras que otras se aplicaban a grupos de prestatarios específicos (como a los que compran vivienda por primera vez y a los compradores de segunda vivienda o siguientes). Si bien la mayoría de las decisiones relativas a las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios se tradujeron en un endurecimiento de la política, en algunos casos tales medidas se relajaron para determinados subgrupos de prestatarios.

La JERS cumplió con sus obligaciones de rendición de cuentas y de información ante el Parlamento Europeo y el público en general.

Como parte de estas obligaciones, la presidenta de la JERS compareció públicamente ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo el 20 de junio de 2022. El vicepresidente primero de la JERS asistió a una audiencia pública ante la ECON el 16 de mayo de 2022. En estas comparecencias, los miembros del Parlamento Europeo recibieron información de primera mano sobre los fundamentos de las iniciativas adoptadas por la JERS. El 28 de noviembre de 2022, la presidenta también mantuvo una reunión confidencial con la presidenta y los vicepresidentes de la ECON

⁵ Véase, por ejemplo, el discurso «**Nuevos avances a partir de los logros de las reformas tras la crisis**» pronunciado por Mario Draghi, entonces presidente del BCE y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, en la segunda conferencia anual de la JERS, Frankfurt am Main, 21 de septiembre de 2017.

⁶ Véase el **discurso** pronunciado por la presidenta de la JERS, Christine Lagarde, en su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo el 20 de marzo de 2023.

⁷ **Reglamento (UE) n° 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° 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).**



para discutir los riesgos para la estabilidad financiera. Como parte de su obligación de rendir cuentas al público, la JERS publicó su Informe Anual de 2021 en julio de 2022.

La JERS organizó también diversas conferencias y seminarios para fomentar el debate

sobre la política macroprudencial. En el marco de su mandato, celebró su reunión anual con el Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores (CEAOB, por sus siglas en inglés) y con los auditores legales de las entidades de crédito y las aseguradoras de importancia sistémica mundial con matriz radicada en la UE. La JERS también celebró su sexta conferencia anual, que se centró en los retos de las políticas ante la coyuntura macroeconómica y en la innovación tecnológica y el riesgo sistémico.



1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE

1.1 Visión general

1.1.1 Evaluación general de riesgos

Hasta principios de 2022, los riesgos cíclicos habían ido aumentando en un entorno de tipos de interés bajos durante un período prolongado⁸. El largo período de tipos de interés reducidos generó preocupación sobre las valoraciones de los precios de los activos. Los indicadores de valoración habituales, como los ratios precio/beneficio, señalaban que las cotizaciones estaban infladas en los principales mercados, por lo que eran susceptibles de correcciones. El entorno de bajos tipos de interés también había contribuido a los elevados precios observados en los mercados inmobiliarios residencial y comercial. Otro motivo de preocupación eran las subidas de los precios de la energía, que comprometían la fortaleza de la recuperación económica y las perspectivas de inflación.

El estallido de la guerra en Ucrania ocasionó un rápido deterioro del entorno de riesgos. Dio lugar a una mayor incertidumbre geopolítica, a un repunte de la inflación y a un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento debido al aumento de los precios de la energía, de los alimentos y de las materias primas, así como a las disrupciones en las cadenas de suministro (gráficos 1 y 2). Un período prolongado de alta inflación puede provocar inestabilidad financiera a través de varios canales. En primer lugar, puede generar una volatilidad considerable en los mercados, incrementando la probabilidad de una corrección desordenada de los precios de los activos. En segundo lugar, los períodos más largos de inflación elevada afectan también a la capacidad de los hogares y las empresas para hacer frente al pago de sus deudas, aunque la inflación minore el valor real de la deuda pendiente. En conjunto, los riesgos para la estabilidad financiera aumentaron significativamente en la UE en todos los sectores y mercados, incluidos los hogares, las sociedades no financieras, las entidades financieras y los precios de los activos. Las perspectivas de los hogares se deterioraron como consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación. En el sector de sociedades no financieras, las vulnerabilidades crecieron, especialmente en el caso de las empresas intensivas en energía, así como en el de las empresas que habían contraído más deuda, en términos relativos, durante la pandemia de coronavirus (COVID-19). La guerra en Ucrania también derivó en una materialización de los riesgos en forma de caída acusada y generalizada de los precios de los activos. La fuerte correlación resultante entre los precios de múltiples clases de activos redujo los beneficios de las estrategias de diversificación. Además, las difíciles perspectivas macroeconómicas contribuyeron a elevar los riesgos de crédito y de financiación de las entidades financieras. La repentina intensificación de la incertidumbre geopolítica también incrementó el riesgo de que las entidades financieras fueran el blanco de ciberataques a nivel de todo el sistema.

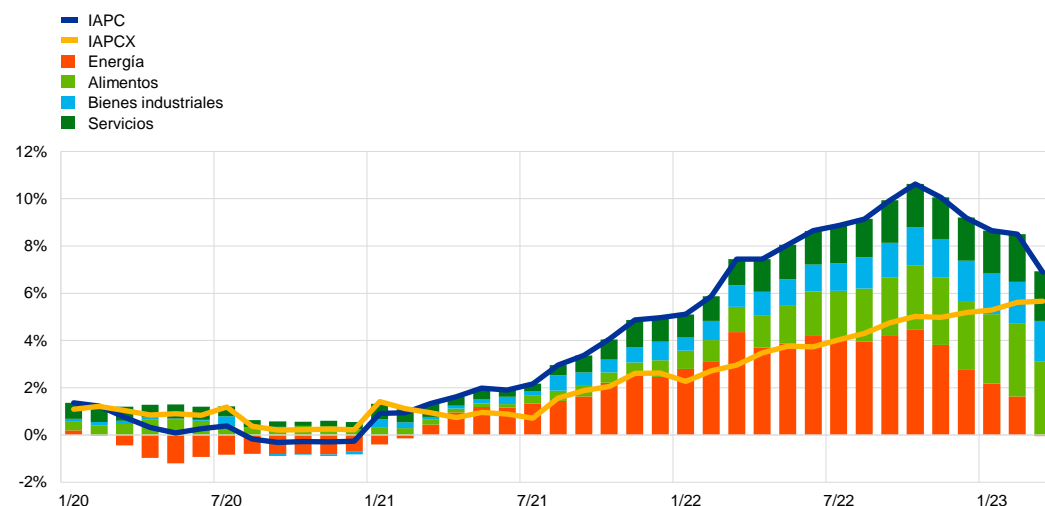
⁸ La fecha límite de recepción de datos para este informe fue el 31 de marzo de 2023.



Gráfico 1

Inflación general de la zona del euro y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; ene. 2020 – mar. 2023)



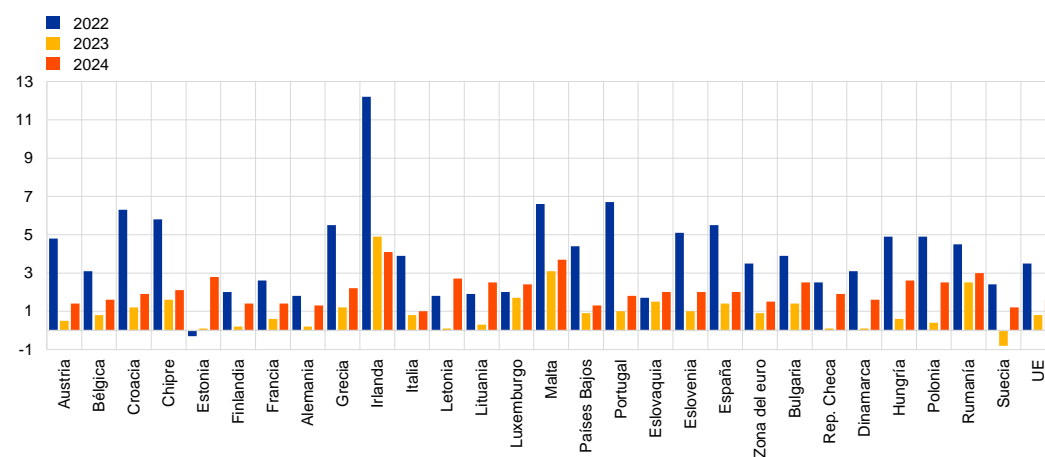
Fuente: BCE.

Nota: La inflación general se mide por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). IAPCX se refiere a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

Gráfico 2

Crecimiento del PIB en 2022 y previsiones para 2023 y 2024

(tasas de variación interanual)



Fuente: Previsiones económicas de invierno de 2023 de la Comisión Europea.

El aumento generalizado de los riesgos relacionados con la guerra en Ucrania llevó a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) a emitir su primer aviso general el 22 de septiembre de 2022. En el aviso se pedía una mayor concienciación sobre los riesgos para la estabilidad financiera y se hacía hincapié en la necesidad de mejorar la resiliencia del sector financiero de la UE para permitir al sistema financiero apoyar la economía en caso de que se



materializaran esos riesgos. En él se instaba a las autoridades micro- y macroprudenciales a utilizar toda la gama de instrumentos a su disposición para contener estos riesgos y reducir sus efectos, en caso de que se materializaran. También se señalaba que, cuando no se disponga de instrumentos macroprudenciales, dichas autoridades pueden tener que hacer uso de sus facultades de supervisión con el fin de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera y garantizar que los mercados no se vean perjudicados. Una coordinación estrecha entre las autoridades pertinentes mejoraría la eficiencia y la eficacia de las respuestas políticas, en particular para abordar los riesgos intersectoriales y transfronterizos, evitando al mismo tiempo la prociclicidad, la fragmentación del mercado y las externalidades negativas para otros países.

En los cinco meses siguientes a la emisión del aviso general, los denominados riesgos de cola a corto plazo para las perspectivas económicas se redujeron en cierta medida. Esta evolución reflejó la disminución de los precios de la energía y de las materias primas, una rentabilidad bancaria mejor de lo esperado y la subida de los precios de las acciones. El ahorro energético por parte de los hogares y las empresas, unido a un comienzo del invierno con temperaturas relativamente suaves, ayudaron a evitar el riesgo de cola de una crisis energética global en Europa. Fuera de Europa, la reapertura de la economía china tras el prolongado confinamiento estimuló la demanda mundial.

Las preocupaciones sobre las vulnerabilidades del sector bancario se intensificaron en marzo de 2023 a raíz de la quiebra de dos bancos de tamaño mediano en Estados Unidos y de los problemas que dieron lugar a la adquisición de Credit Suisse por UBS. Las autoridades responsables de elaborar las políticas en las jurisdicciones pertinentes implementaron con rapidez diversas medidas que ayudaron a restablecer la confianza en el sector financiero. La JERS señaló que la evolución del sector bancario y de los mercados financieros en marzo apuntaba a la necesidad de mantener la vigilancia de las vulnerabilidades que pusieron en evidencia estos acontecimientos relativos a las estructuras de financiación y la gestión del riesgo de tipo de interés del balance (IRRBB, por sus siglas en inglés) en un entorno macrofinanciero difícil. A tal fin, la JERS subrayó que las entidades financieras deberían preservar cuidadosamente sus niveles de resiliencia actuales con el objeto de garantizar su capacidad para afrontar un entorno potencialmente menos favorable.

1.1.2 Riesgos principales para la estabilidad financiera

A finales de marzo de 2023, la JERS había identificado siete riesgos principales para la estabilidad financiera en un horizonte a tres años. Los riesgos 1 a 4 se consideraron «graves», mientras que los riesgos 5 a 7 se consideraron «elevados»⁹. Los principales riesgos sistémicos están interconectados y se ven afectados por la incertidumbre imperante sobre las políticas y por las perspectivas económicas.

⁹ La JERS clasifica los niveles de riesgo financiero en tres categorías: i) riesgo sistémico; ii) riesgo sistémico elevado, y iii) riesgo sistémico grave. El nivel de riesgo es una función tanto de la probabilidad de materialización del riesgo como de su impacto potencial.



Riesgo 1. Período prolongado de crecimiento bajo e inflación elevada que se traducen en tensiones en los balances de los sectores de sociedades no financieras y hogares

Una situación macroeconómica más difícil durante el período analizado conllevó mayores riesgos de tensiones en los balances de las sociedades no financieras y los hogares, especialmente en los sectores económicos y los Estados miembros más afectados por la escalada de los precios de la energía.

A pesar de la mayor incertidumbre geopolítica, el producto interior bruto (PIB) real de la UE creció con vigor en 2022, a una tasa interanual del 3,5 %. Este fuerte crecimiento fue reflejo de la relajación de las medidas de contención relacionadas con el COVID-19 y de la reactivación de los viajes y el turismo internacionales, que respaldaron el consumo privado. Pese a las bolsas de vulnerabilidad, el sector de sociedades no financieras en su conjunto mantuvo su capacidad de resistencia en 2022, con unos niveles de rentabilidad y de inversión sólidos en general.

Las previsiones de organismos internacionales pronostican una fuerte desaceleración del crecimiento económico en 2023. Para el conjunto de 2023, las previsiones económicas de invierno de 2023 de la Comisión Europea proyectan una desaceleración del crecimiento del PIB real en la UE, que se situaría en el 0,8 %. Sin embargo, las perspectivas para el año se revisaron ligeramente al alza en comparación con las previsiones económicas de otoño de 2022 como consecuencia de la disminución progresiva de los cuellos de botella en la oferta, de la mejora de las perspectivas sobre el suministro de energía y de la solidez del mercado de trabajo de la zona del euro. Las previsiones de otros organismos internacionales están básicamente en línea con la valoración de la Comisión Europea. Las perspectivas de crecimiento todavía moderado para 2023 reflejan aumentos de los costes de financiación que lastrarán el consumo privado y probablemente frenarán la inversión. En el sector de sociedades no financieras, las vulnerabilidades son especialmente acusadas en el caso de las empresas intensivas en energía y de las empresas que contrajeron más deuda, en términos relativos, durante la pandemia. Hasta ahora, las empresas cotizadas han mantenido su resiliencia frente a la ralentización de la economía, como sugiere la estabilidad de las expectativas de beneficios. La erosión de la renta real disponible de los hogares, junto con el aumento de los tipos de interés, debilitan la capacidad para atender el pago de la deuda, en particular en países con niveles de deuda elevados.

Los riesgos macroeconómicos a medio plazo son altos y requieren un atento seguimiento.

El riesgo de una escalada adicional de la guerra en Ucrania continúa siendo elevado. Además, pese al reciente descenso de los precios de la energía, cabe esperar que permanezcan en niveles históricamente altos durante un período largo, mientras la desglobalización avanza. Ambos desarrollos sugieren una posible necesidad de reestructuración económica y una disminución probable (temporal, pero posiblemente prolongada) del crecimiento potencial. También queda por ver en qué medida las turbulencias bancarias registradas en marzo de 2023 podrían incidir negativamente en las perspectivas de crecimiento a través de la dinámica del crédito. Además, el riesgo de un largo período de inflación elevada aumenta la probabilidad de una corrección desordenada de los precios de los activos. Además, un posible endurecimiento de las condiciones de financiación afectaría a la capacidad de los hogares y las empresas para atender el pago de su deuda.



Riesgo 2. Interacción entre el deterioro de la calidad de los activos y de las perspectivas de rentabilidad del sector bancario y los riesgos de tipo de interés y de financiación

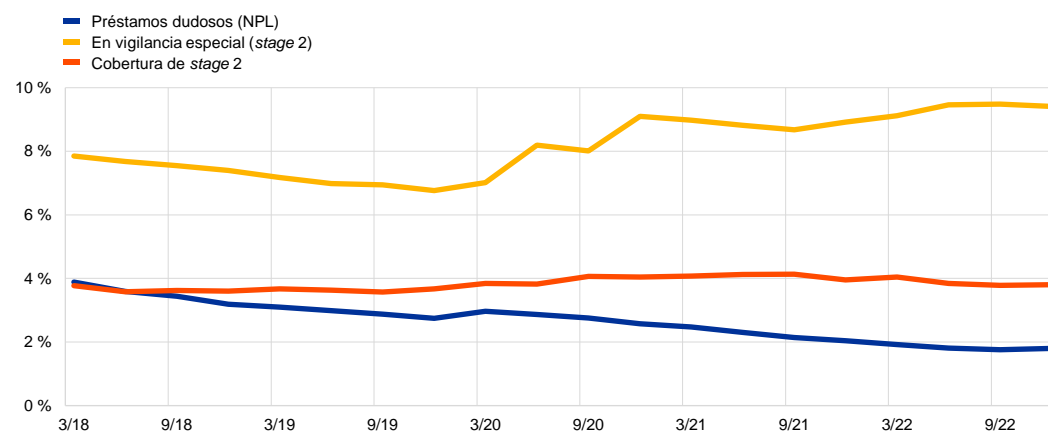
En 2022, las posiciones de capital y de liquidez del sistema bancario de la UE continuaron siendo sólidas en general, pese a las dificultades derivadas de la invasión rusa de Ucrania.

La ratio media de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) de las entidades de crédito de la UE se situó en el 15,5 % en el cuarto trimestre de 2022. La ratio total de CET1 cayó en torno a 30 puntos básicos en comparación con el final de 2021, pero se mantuvo próxima a máximos históricos y muy por encima de los requerimientos mínimos. El aumento de los activos ponderados por riesgo (APR) fue el factor que más contribuyó a este descenso, compensado en parte por el incremento de los beneficios no distribuidos. Las entidades de la UE también registraron ratios de liquidez sólidas. La ratio media de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) de los bancos de la UE fue del 164,7 % y la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés) se situó en el 125,6 % en el cuarto trimestre de 2022.

Gráfico 3

Indicadores de calidad de los activos de las entidades de crédito de la UE

(porcentaje, I TR 2018 – IV TR 2022)



Fuente: Mapa de riesgos (risk dashboard) de la EBA.

Nota: «Préstamos dudosos (NPL)» y «En vigilancia especial (stage 2)» indican el porcentaje de los préstamos totales. «En vigilancia especial (stage 2)» incluye los activos que han experimentado un aumento significativo del riesgo de crédito desde su reconocimiento inicial. «Cobertura de stage 2» es el porcentaje de préstamos en vigilancia especial cubiertos mediante provisiones.

Las entidades de crédito de la UE registraron una rentabilidad elevada en 2022, impulsada principalmente por el aumento del margen de intereses.

En promedio, la rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés) de estos bancos se situó en el 8 % en el cuarto trimestre de 2022, frente al 7,1 % al final de 2021. Esta mayor rentabilidad obedeció, sobre todo, al incremento del margen de intereses, que compensó el ligero ascenso de los gastos de explotación y de las provisiones por insolvencias. El endurecimiento de la política monetaria en el período analizado se tradujo en un aumento de los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios, mientras que la transmisión a los tipos de los depósitos fue considerablemente más lenta, lo que mejoró los márgenes de intermediación de las entidades de crédito. Entre diciembre de 2021 y febrero de 2023, el coste de la financiación bancaria se incrementó sustancialmente para las



sociedades no financieras y los hogares (los tipos de interés sintéticos de los préstamos a empresas no financieras aumentaron 250 puntos básicos, en promedio, mientras que los tipos de los préstamos para adquisición de vivienda se elevaron una media de 193 puntos básicos).

La calidad de los activos de las entidades de crédito mantuvo su solidez en 2022, pese a los crecientes retos con origen en el entorno exterior. La ratio de préstamos dudosos (NPL, por sus siglas en inglés) de las entidades de crédito de la UE continuó disminuyendo hasta situarse en el 1,8 % en el cuarto trimestre de 2022, frente al 2 % registrado un año antes (gráfico 3). La caída de esta ratio se debió principalmente a las ventas de activos y a las titulizaciones. Al mismo tiempo, se observaron signos incipientes de deterioro de la calidad de los activos en el incremento de los préstamos en vigilancia especial (clasificados como fase 2 —*stage 2*— con arreglo a la Norma Internacional de Información Financiera n.º 9 —NIIF 9—), al reconocer parcialmente algunos bancos la mayor probabilidad de pérdidas crediticias futuras (las exposiciones con esta clasificación aumentaron hasta el 9,4 % en el cuarto trimestre de 2022, frente al 8,9 % en el mismo trimestre de 2021).

Las posiciones de capital y de liquidez de las entidades de crédito de la UE continuaron siendo sólidas en 2022, pero podrían verse comprometidas por un deterioro de las perspectivas económicas. En general, el sistema bancario de la UE mantuvo su capacidad de resistencia frente a los retos derivados de los mayores niveles de incertidumbre geopolítica, las perspectivas de menor crecimiento económico y las turbulencias en el sector financiero de marzo de 2023. No obstante, pese a ello, los mercados financieros seguirán reevaluando las vulnerabilidades del sector financiero. Por tanto, es necesario proceder con mayor prudencia en la evaluación y gestión de los riesgos de liquidez, de mercado, operacionales y de tipo de interés, en un entorno de subidas de tipos. De cara al futuro, diversos factores pueden afectar a la calidad de los activos y a las perspectivas de rentabilidad de los bancos: i) el entorno macroeconómico puede causar un empeoramiento de la calidad de los activos, ii) el aumento de los costes de financiación de los bancos puede reducir el margen de intereses, y iii) la menor demanda de préstamos probablemente afecte a los volúmenes de crédito. Las entidades de crédito deben asegurar que las prácticas de dotación de provisiones y la planificación del capital tengan debidamente en cuenta las pérdidas esperadas y no esperadas que el deterioro del entorno de riesgos pueda ocasionar.

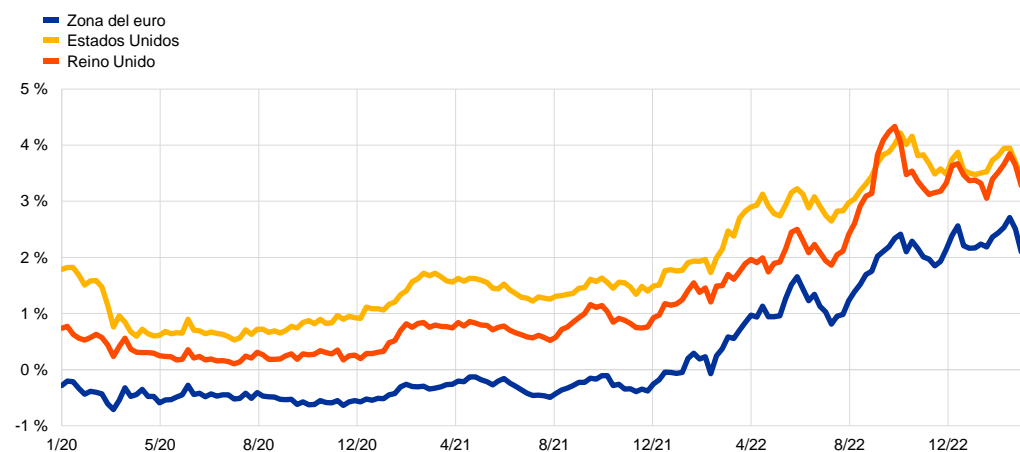
Riesgo 3. Las correcciones abruptas y generalizadas de los precios de los activos podrían verse agravadas por las vulnerabilidades en el sector bancario y en el sector financiero no bancario, en particular las relacionadas con la liquidez y el apalancamiento

El prolongado período de aumento de los precios de los activos financieros se interrumpió en 2022. La mayor incertidumbre geopolítica, unida a unas perspectivas macroeconómicas más difíciles, llevaron a una corrección abrupta en la mayoría de los principales mercados de renta fija y bursátiles.



Gráfico 4 Rendimientos de la deuda pública a diez años

(porcentajes; 3 ene. 2020 – 31 mar. 2022)



Fuente: Bloomberg.

Los rendimientos aumentaron en la mayoría de los principales mercados mundiales de deuda soberana (gráfico 4). Los mayores rendimientos fueron reflejo, fundamentalmente, de las medidas adoptadas por los bancos centrales para reconducir la inflación hacia niveles compatibles con la estabilidad de precios. Los rendimientos de los bonos corporativos también se incrementaron con fuerza en 2022 y principios de 2023. Además de la subida de los tipos de interés «libres de riesgo», los aumentos también reflejaron las mayores primas de riesgo exigidas por los inversores para mantener bonos corporativos en sus carteras. Los rendimientos de los bonos experimentaron un crecimiento más acusado en el segmento de alta rentabilidad que en el de grado de inversión.

Los mercados mundiales de renta variable experimentaron una corrección en los tres primeros trimestres de 2022, mientras que los menores riesgos para las perspectivas de crecimiento contribuyeron a una recuperación en la última parte del período analizado (gráfico 5). Los índices S&P 500 y STOXX Europe 600 retrocedieron un 14 % y un 6,3 %, respectivamente, entre enero de 2022 y marzo de 2023, debido sobre todo a la mayor incertidumbre geopolítica, a las perspectivas de bajo crecimiento y al notable aumento de los tipos de interés. La fuerte correlación entre los precios de la renta fija y los de la renta variable complicó las estrategias de diversificación y agravó las pérdidas para los inversores. A partir de octubre de 2022, los precios de las acciones recuperaron parte de las pérdidas registradas anteriormente, debido a la disminución de los riesgos de cola para las perspectivas de crecimiento económico. En particular, el riesgo de una crisis energética global no se materializó gracias al significativo ahorro energético y a unas temperaturas relativamente suaves al comienzo del invierno. La volatilidad de los mercados bursátiles del sector financiero se intensificó con fuerza en marzo de 2023, tras la quiebra de dos bancos regionales de Estados Unidos y los acontecimientos que dieron lugar a la adquisición de Credit Suisse por parte de UBS. Las autoridades responsables de elaborar las políticas en las jurisdicciones pertinentes implementaron con rapidez diversas medidas que ayudaron a restablecer la confianza en el sector financiero. En conjunto, las correcciones en los mercados de renta variable y de renta fija privada redujeron algunos signos de sobrevaloración. Al

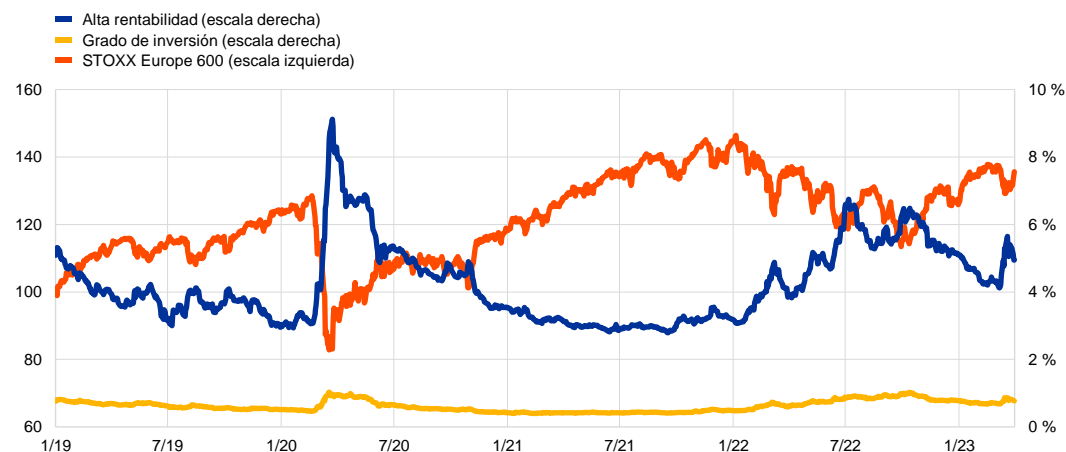


final de marzo de 2023, los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro y la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE, por sus siglas en inglés) rondaban niveles próximos a sus respectivas medias de largo plazo.

Gráfico 5

Cotizaciones y diferenciales de los valores de renta fija privada en la UE

(cotizaciones indexadas a 100 en enero de 2019; porcentajes; 1 ene. 2019 – 31 mar. 2023)



Fuente: Bloomberg.

Nota: Los bonos de alta rentabilidad y con grado de inversión corresponden a la media ponderada por el valor de mercado del spread ajustado a opciones (OAS) del índice.

La mayor volatilidad de los mercados en un entorno de baja liquidez y de preocupación sobre la escasez de activos de garantía puede afectar negativamente al funcionamiento de los mercados.

En la segunda mitad de 2022, varios indicadores de liquidez en los mercados señalaban que las condiciones habían empeorado significativamente en todos los instrumentos de renta fija (incluida la deuda pública y los bonos corporativos). La menor liquidez de los mercados financieros impulsó al alza los costes de financiación y dificultó el proceso de formación de precios. Asimismo, la fuerte demanda de instrumentos de renta fija de alta calidad crediticia en la UE generó preocupación por la escasez de activos de garantía. Si bien la liquidez de los mercados y la escasez de activos de garantía se han corregido de forma ordenada, un deterioro adicional de las perspectivas de crecimiento o una escalada de las tensiones geopolíticas podría afectar negativamente al funcionamiento de los mercados.

El comportamiento de los fondos de inversión puede amplificar las correcciones en los mercados.

Existe el riesgo de que los fondos de inversión con carteras menos líquidas acentúen la caída de los precios de los activos vendiendo valores para atender solicitudes de reembolso o ajustes de los márgenes de garantía. Ello podría desencadenar un mecanismo de amplificación entre la caída de los precios de los activos y el aumento de las necesidades de liquidez de los fondos de inversión. Los fondos con un desajuste de liquidez acusado (invierten en activos menos líquidos al tiempo que ofrecen oportunidades de reembolso frecuentes, con fuertes incentivos para «ser los primeros en actuar») o con posiciones muy apalancadas son especialmente vulnerables.

De cara al futuro, cabe esperar que los precios de los activos sean muy sensibles a los cambios en las expectativas sobre las perspectivas económicas y la senda de la política



monetaria, mientras que la reducida liquidez de los mercados financieros podría elevar la volatilidad de estos. Nuevas revisiones a la baja del crecimiento económico y cambios al alza en la senda de inflación esperada podrían aumentar la incertidumbre sobre la política monetaria, amplificando así la volatilidad de los precios de los activos. Además, una escalada adicional de las tensiones geopolíticas o una preocupación renovada acerca de la sostenibilidad de los modelos de negocio de las entidades de crédito podría provocar una caída de los precios de los activos.

La subida de los tipos de interés también afecta a las aseguradoras y a los fondos de pensiones. Estos, a diferencia de los fondos de inversión, utilizan estrategias de inversión basadas en el pasivo. Como en el caso de los fondos de inversión, los ajustes de los márgenes de garantía para los *swaps* de tipos de interés que pagan un tipo variable podrían forzar a las aseguradoras a vender bonos para generar activos líquidos. Además, rescates generalizados por parte de los tomadores de seguros de vida que cambian a alternativas de inversión que proporcionan mayor rentabilidad podrían amplificar los efectos negativos de los precios en los mercados de renta fija, dado que las aseguradoras tendrían que generar liquidez para responder a los rescates. Por otro lado, las aseguradoras de no vida podrían tener que hacer frente a presiones sobre la rentabilidad que generarían un déficit de provisiones técnicas y afectarían a las ratios de solvencia. Al igual de las aseguradoras, los fondos de pensiones de prestación definida están cubriendo sus obligaciones futuras con *swaps* de tipos de interés que pagan un tipo variable y reciben ajustes de los márgenes de garantía cuando los tipos de interés suben.

Riesgo 4. Ciberincidentes en todo el sistema

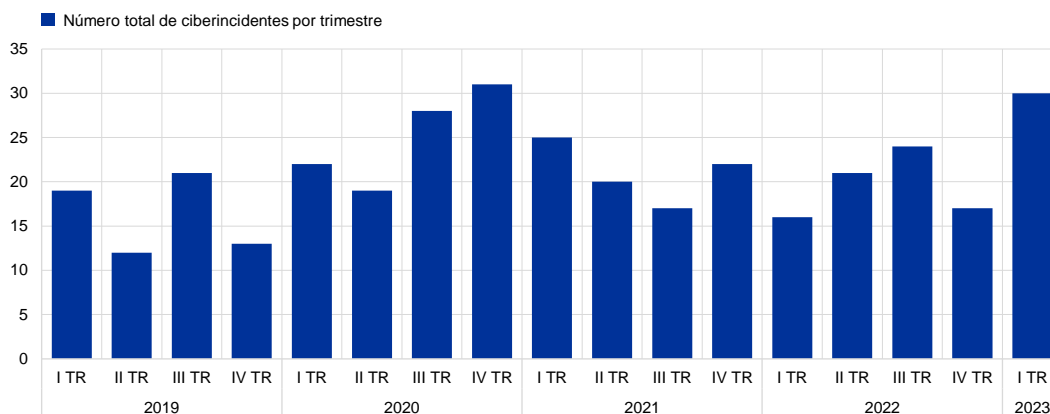
La JERS ha identificado los ciberincidentes como un riesgo grave para la estabilidad financiera. Un ciberincidente puede propagarse con rapidez por todo el sistema financiero, dejando a las autoridades y a las entidades sin tiempo suficiente para responder adecuadamente. El ataque de *ransomware* que sufrió el Grupo ION a finales de enero de 2023, que interrumpió los servicios de varios bancos, fondos de inversión libre y empresas de corretaje, sirvió para recordar que las capacidades de los atacantes mejoran constantemente. Con carácter más general, la guerra en Ucrania y el panorama geopolítico más amplio han aumentado considerablemente las ciberamenazas. Los ciberataques y los actos de sabotaje contra infraestructuras eléctricas y de telecomunicaciones en los Estados miembros de la UE —de las que depende el sector financiero— constituyen amenazas significativas para la estabilidad financiera.

El nivel de ciberincidentes en el sector financiero de la UE ha sido elevado en los últimos años, con un predominio de los ataques distribuidos de denegación de servicio (DDoS, por sus siglas en inglés). El número de ciberincidentes importantes que afectaron a entidades significativas sujetas a la supervisión bancaria europea directa continuó siendo alto en 2022 y a principios de 2023 (gráfico 6). El 37 % de las entidades significativas bajo la Supervisión Bancaria del Banco Central Europeo (BCE) comunicaron un ciberincidente en 2022. Los ataques DDoS son cada vez más frecuentes, sofisticados y baratos de lanzar, y han crecido con mayor rapidez que otros tipos de ciberincidentes. Estos ataques afectan a la disponibilidad de datos y generan una pérdida o degradación de servicios críticos, pérdidas de productividad, elevados costes de reparación y daños reputacionales graves. También pueden utilizarse para distraer la atención de otros tipos de ciberataques.



Gráfico 6

Número de ciberincidentes importantes comunicados por entidades significativas sujetas a la supervisión bancaria europea



Fuente: Supervisión Bancaria del BCE.

Notas: Los ciberincidentes se consideran «importantes» si representan (o es probable que representen) una amenaza material para las actividades de un banco. Los criterios se definen atendiendo a una dimensión financiera (coste potencial) y a una dimensión no financiera (factores reputacionales, factores jurídicos/regulatorios, nivel de escalada interna y externa, y factores sistémicos).

Riesgo 5. La materialización de los riesgos acumulados en los sectores inmobiliarios residencial y comercial podría afectar negativamente al sistema financiero y a la economía real a través de pérdidas directas, el mayor riesgo de crédito y la disminución del valor de los activos de garantía

A lo largo de los últimos años se han acumulado riesgos cíclicos, en particular en el sector inmobiliario residencial, que alcanzaron niveles elevados en los primeros meses de 2022.

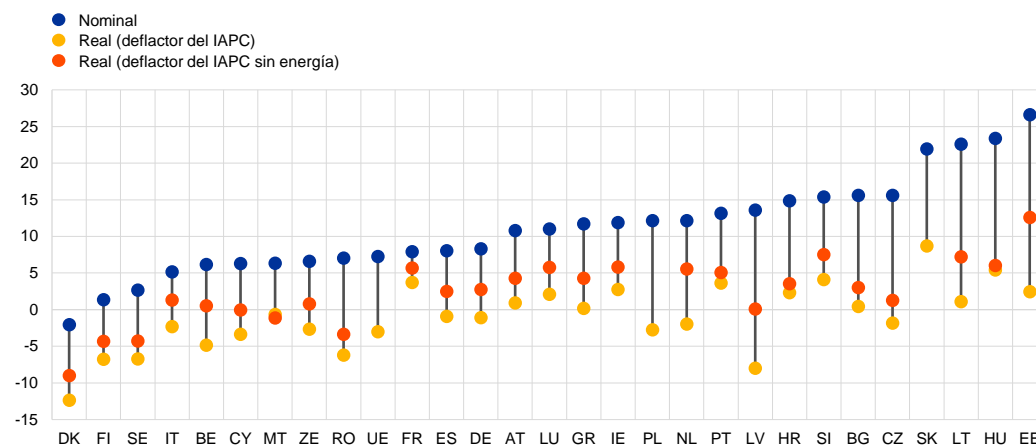
Los precios de la vivienda han aumentado con rapidez en los mercados inmobiliarios residenciales en los años recientes, apoyados por los bajos costes de financiación, la elevada demanda y el atractivo de la vivienda con fines de inversión. En consecuencia, las valoraciones de los precios de estos activos eran altas en algunos Estados miembros a principios de 2022.



Gráfico 7

Crecimiento de los precios nominales y reales de la vivienda en la UE

(tasas de crecimiento interanual, III TR 2022)



Fuente: Statistical Data Warehouse del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2022 para AT, DE, EE, GR, IE, LT, LV, SE y SK; al tercer trimestre de 2022 para DK, FI, BE, CY, MT, ZE, UE, LU, PL, NL, PT, HR, SI, BG, CZ, HU y RO; al segundo trimestre de 2022 para IT y ES, y al primer trimestre de 2022 para FR.

Desde el estallido de la guerra en Ucrania y el acusado aumento de los tipos de interés de los préstamos bancarios para adquisición de vivienda, la evidencia de que el ciclo inmobiliario ha alcanzado un punto de inflexión en varios Estados miembros de la UE es cada vez mayor.

El alza de los precios de los inmuebles residenciales prosiguió en 2022. Los precios nominales de la vivienda en la zona del euro se elevaron a una tasa interanual del 6,8 % en el tercer trimestre de 2022 (gráfico 7), lo que supone una desaceleración desde el 9,2 % registrado un año antes. De cara al futuro, cabe esperar que el acusado incremento de los costes de financiación, combinado con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, lastre la demanda de nuevos préstamos hipotecarios y para adquisición de vivienda. La evidencia de que se ha alcanzado un punto de inflexión en el ciclo inmobiliario residencial también se ve respaldada por encuestas recientes. Los indicadores de confianza de los consumidores elaborados por la Comisión Europea relativos a la intención de comprar una vivienda en los dos años siguientes y a la intención de introducir mejoras en la vivienda en los doce meses siguientes se han deteriorado en los últimos trimestres. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de diciembre de 2022 apunta a un endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el cuarto trimestre de 2022, debido sobre todo al aumento del riesgo de crédito.

Las vulnerabilidades en el sector inmobiliario comercial también están aumentando.

En general, los ciclos del sector inmobiliario comercial son más amplios que los ciclos económicos generales. Por tanto, este sector es altamente vulnerable a una posible materialización de los riesgos cíclicos asociados a la elevada inflación y al deterioro pronunciado de las perspectivas de crecimiento debido a la invasión rusa de Ucrania y a otras tensiones geopolíticas. Algunos indicadores clave sugieren que los riesgos en el sector inmobiliario comercial comenzaron a materializarse durante el período analizado. Los índices de sociedades de inversión inmobiliaria registraron un acusado retroceso y en diciembre de 2022 se situaban un 39 % por debajo del nivel



alcanzado un año antes. Los descensos fueron especialmente pronunciados para los inmuebles residenciales y los espacios industriales. El deterioro del sentimiento también se vio confirmado por las operaciones con inmuebles comerciales, que se redujeron en torno a un 50 % entre el cuarto trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2022. De cara al futuro, una corrección acusada y abrupta en los mercados inmobiliarios comerciales podría ocasionar pérdidas a los inversores, incrementar el riesgo de crédito para los bancos y para los prestamistas del sector no bancario, y provocar una disminución del valor de los activos de garantía.

Riesgo 6. Reparación de las dudas sobre la financiación soberana y la sostenibilidad de la deuda

El empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, unido al endurecimiento de las condiciones financieras, han conducido a un deterioro adicional de la dinámica de la deuda soberana a medio plazo. Las elevadas ratios de deuda pública en relación con el PIB continúan siendo una vulnerabilidad macroeconómica importante en varios países de la UE. La capacidad de resistencia frente a perturbaciones adversas que puedan producirse en el futuro es baja y se ha reducido más por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, al que se suma un pronunciado desplazamiento al alza de la curva de rendimientos. Además, en 2022, el gasto fiscal discrecional en la zona del euro aumentó en torno a un 1,9 % del PIB, principalmente para mitigar el impacto de la subida de los precios de la energía. Unos déficits públicos mayores de los previsto anteriormente y el aumento de los rendimientos soberanos están pesando sobre la evolución de la deuda, en particular en los países con mayores niveles de deuda. Los riesgos a corto plazo relacionados con el ascenso de los costes de financiación son mayores para los países con elevadas necesidades de atender el pago de la deuda a corto plazo. En los últimos años, muchos países de la zona de euro han intentado mitigar este riesgo emitiendo bonos a más largo plazo durante el período de bajos tipos de interés. Las dudas que volvieron a surgir en los mercados acerca de la fragmentación de los mercados de renta fija en la zona del euro en el contexto del endurecimiento de las condiciones de financiación disminuyeron con el anuncio de la creación del Instrumento para la Protección de la Transmisión, aprobado por el Consejo de Gobierno del BCE el 21 de julio de 2022. El objetivo de este nuevo instrumento es contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas o desordenadas.

Riesgo 7. Disrupciones en infraestructuras financieras críticas, incluidas las entidades de contrapartida central

La compensación centralizada mitiga el riesgo de contraparte, pero puede transmitir el riesgo de liquidez por todo el sistema financiero. Para las operaciones compensadas de forma centralizada, los agentes que asumen posiciones en derivados tienen que aportar activos de garantía de calidad como margen inicial. Cuando las posiciones en derivados generan pérdidas, los agentes también tienen que aportar un margen de variación (normalmente en efectivo) para mantener sus posiciones. En principio, los propios recursos de los participantes en los mercados deberían limitar, por tanto, la actividad en los mercados de derivados. En la práctica, el margen de variación y el margen inicial pueden financiarse contrayendo deuda. Los bancos que son miembros compensadores, que tienen acceso a la financiación del banco central, suelen proporcionar dicha financiación de los márgenes a sus clientes. Esto alivia la limitación y facilita el aumento del



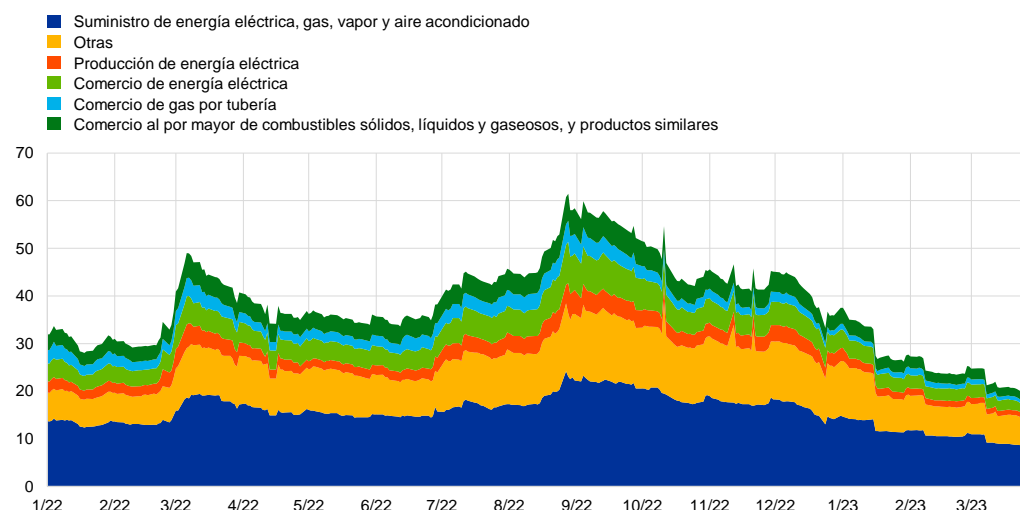
apalancamiento. También genera el riesgo de que se produzcan efectos «acantilado» cuando la demanda de financiación de los clientes se acerca a los límites de crédito de sus miembros compensadores. En este caso, los clientes pueden verse forzados a cerrar posiciones.

El aumento de los ajustes de los márgenes de garantía derivado de la mayor volatilidad de los mercados energéticos y de materias primas fue un ejemplo de esta transmisión del riesgo de liquidez.

Las sociedades no financieras, como las empresas energéticas, que operan tanto con materias primas físicas como con derivados relacionados, experimentaron elevados ajustes de los márgenes de garantía durante el período analizado en el informe. Los datos recopilados con arreglo al Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés)¹⁰ muestran que, en 2022, las sociedades no financieras de la UE hicieron frente a los ajustes de márgenes más elevados para sus exposiciones a derivados sobre la energía y materias primas. Los márgenes iniciales aportados por las empresas de la UE registraron un máximo hacia el final de agosto de 2022, superando el pico de marzo de 2022 en alrededor de 10 mm de euros (gráfico 8). Las empresas no financieras suelen tener menos activos financieros y menos líquidos que las entidades financieras que puedan utilizarse para cumplir los requisitos de márgenes. El hecho de que los miembros compensadores se mostraran menos dispuestos a financiar los ajustes de los márgenes de garantía de sus clientes generó problemas de liquidez para las sociedades no financieras, lo que hizo que algunos Estados miembros proporcionaran ayuda en forma de liquidez.

Gráfico 8
Márgenes iniciales aportados por las sociedades no financieras de la UE, por actividad económica

(mm de euros; 3 ene. 2022 – 31 mar. 2023)



Fuentes: Datos del EMIR y cálculos de la Secretaría de la JERS.

¹⁰ Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DO L 201 de 27.7.2012, p.1).



1.2 Actividades periódicas de seguimiento y evaluación de riesgos

La JERS continuó con sus actividades periódicas de seguimiento y facilitó escenarios adversos para las pruebas de resistencia de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES). En esta sección se describen los escenarios de las pruebas de resistencia que la JERS facilitó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) y a la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés). También se incluye un recuadro en el que se resume la evaluación de riesgos de determinadas entidades financieras no bancarias, en particular los fondos de inversión, llevada a cabo por la JERS (recuadro 1), y otro recuadro en el que se describe el seguimiento de los mercados de titulización por parte de la JERS (recuadro 2).

1.2.1 Escenarios para pruebas de resistencia

Las pruebas de resistencia son una herramienta analítica que ayuda a evaluar la capacidad de resistencia del sistema financiero. La regulación por la que se establecen las AES les otorga el mandato de coordinar las pruebas de resistencia en el ámbito de sus competencias, en colaboración con la JERS. Como parte de esta colaboración, la JERS, con el apoyo técnico del BCE, aporta escenarios adversos para estas pruebas. Cada escenario refleja la valoración de la JERS sobre los riesgos y las principales vulnerabilidades del sistema financiero en un momento determinado.

Durante el período analizado en este Informe Anual, la JERS aportó dos escenarios adversos, cada uno de ellos adaptado a las necesidades de la AES que coordinaba la prueba de resistencia¹¹. Las diferencias entre los modelos de negocio y los perfiles de riesgo de los distintos tipos de entidades financieras hacen que sean vulnerables a diferentes tipos de perturbación. Por tanto, cada escenario se adaptó a las especificidades del sector financiero concreto y al foco de la prueba de resistencia en cuestión. A tal fin, cada escenario se diseñó en estrecha colaboración con la AES pertinente y se discutió ampliamente con las instituciones miembros de la JERS.

En noviembre de 2022, la JERS publicó el escenario financiero adverso para las directrices sobre las pruebas de resistencia de los fondos del mercado monetario (FMM) de 2022 emitidas por la ESMA. Este escenario reflejaba la incertidumbre acerca de las consecuencias económicas de la invasión rusa de Ucrania, las tensiones geopolíticas en otras partes del mundo y el rebrote de la pandemia de COVID-19 en ese momento. Dado que los FMM invierten fundamentalmente en activos de los sectores público y privado a corto plazo, el escenario adverso se centró en el impacto sobre los precios de los activos. Las perturbaciones consistían en cambios de carácter extraordinario, instantáneo y permanente en los precios de los activos en comparación con los niveles existentes en la fecha de cierre. El escenario fue aprobado por la Junta General de la JERS el 26 de octubre de 2022 y publicado por la ESMA el 30 de noviembre del mismo año.

Dos meses después, en enero de 2023, la JERS aportó el escenario adverso para la prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE de 2023 coordinada por la EBA. El escenario para esta prueba de resistencia (en adelante, el escenario de la EBA) incluye un escenario macrofinanciero que se extiende a lo largo de un período de tres años, y un componente

¹¹ La JERS publica todos los escenarios utilizados en las pruebas de resistencia regulatorias en su [sitio web](#).



de riesgo de mercado con un horizonte de tres meses. Las características esenciales del escenario de la EBA de 2023 eran una inflación persistentemente elevada y tipos de interés más altos. La persistencia de la inflación en el escenario obedecía, en gran medida, a perturbaciones de los precios de la energía y a efectos de segunda vuelta, y solo se veía parcialmente compensada por el freno de la demanda interna y externa, reflejo de una caída acusada del crecimiento económico tanto en la UE como en el resto del mundo. El escenario era más severo que los escenarios de 2022 del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal, en parte debido al uso de datos actualizados. Un elemento nuevo del escenario de la EBA de 2023 era que las proyecciones de crecimiento económico se desglosaban por actividad económica a nivel sectorial. Esta nueva característica de la metodología de la prueba de resistencia de la EBA se introdujo para capturar mejor el impacto de las perturbaciones y de las vulnerabilidades, heterogéneas entre sectores, relacionadas con la pandemia de COVID-19 y con la crisis energética reciente¹². La Junta General aprobó el escenario el 23 de enero de 2023 y la EBA comenzó la prueba el 31 de enero de 2023.

1.2.2 Seguimiento de determinadas entidades financieras no bancarias y de los mercados de titulización

La JERS realiza un seguimiento y evalúa los riesgos de determinadas entidades financieras no bancarias, y tiene establecido por ley el mandato de realizar un seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los mercados de titulización. Estas actividades complementan el seguimiento más amplio de los riesgos descrito en la sección 1.1. Los recuadros de esta sección abordan con más detalle estas actividades.

¹² Publicado en el [sitio web](#) de la Autoridad Bancaria Europea.



Recuadro 1

El seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria

En julio de 2022, la JERS publicó el informe «**EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022**» (NBFi Monitor). En este informe se resume el seguimiento por parte de la JERS de los riesgos sistémicos y las vulnerabilidades relacionados con la intermediación financiera no bancaria. En él se destacan tres riesgos y vulnerabilidades de carácter cíclico y estructural. En primer lugar, el riesgo de que una corrección desordenada en los mercados pudiera provocar pérdidas, grandes reembolsos a los inversores y, a su vez, tensiones de liquidez en los fondos de inversión con carteras de activos menos líquidos. En segundo lugar, el riesgo de que el aumento de las exposiciones de los fondos de inversión a instrumentos de renta fija menos líquidos y con calificaciones crediticias más bajas pudiera generar pérdidas y reembolsos a los inversores, y afectar negativamente a los mercados. En tercer lugar, las vulnerabilidades estructurales asociadas al uso excesivo del apalancamiento y a las interconexiones podrían dar lugar a contagios y amplificar las perturbaciones para la estabilidad financiera.

Para ayudar en la identificación de riesgos, el NBFi Monitor de 2022 incluye tres artículos monográficos. En el primer artículo se utiliza el caso de Archegos —una *family office* estadounidense con estrategias de fondos de inversión libre (*hedge funds*)— para mostrar que los riesgos de apalancamiento y de concentración en los mercados de derivados pueden materializarse y cómo puede utilizarse la información regulatoria para hacer un seguimiento del riesgo sistémico. Se señala la necesidad de abordar las deficiencias en los datos y de seguir avanzando en la gestión de la información para permitir una evaluación de riesgos más exhaustiva. En el segundo artículo se estima el impacto de un aumento inesperado de los tipos de interés para una muestra de los mayores fondos de renta fija de la UE, combinando datos sobre las tenencias de carteras y sobre las exposiciones a derivados. Se muestra que las grandes pérdidas podrían dar lugar a mayores reembolsos a los inversores, lo que conduciría a ventas forzadas de activos que podrían acentuar más la caída inicial de los precios de los valores de renta fija. En el tercer artículo se analizan las características de los fondos de inversión alternativos (FIA) que están principalmente en manos de las aseguradoras y se considera si las interconexiones entre los dos sectores podrían contribuir a la propagación de los riesgos para los FIA. Se llega a la conclusión de que las interconexiones con las aseguradoras no aumentan el nivel de riesgo de los FIA.



Recuadro 2

El seguimiento de los riesgos en el mercado de titulización de la UE

Una titulización tradicional es un instrumento financiero que agrupa y transforma un conjunto de activos ilíquidos, como préstamos hipotecarios sobre vivienda, préstamos para consumo o cuentas a cobrar por tarjetas de crédito, en valores negociables. Si no se gestionan adecuadamente, las titulizaciones pueden plantear riesgos para la estabilidad financiera, como ocurrió durante la crisis financiera mundial. Durante la crisis desempeñaron un papel de amplificación, transmitiendo el riesgo de una parte del sistema financiero a otra, lo que provocó una pérdida de confianza, particularmente en las entidades de crédito.

En julio de 2022, la JERS publicó su primer informe de seguimiento del mercado de titulización de la UE centrado en los bonos de titulización hipotecaria residencial (RMBS, por sus siglas en inglés) de la UE. Tras la entrada en vigor del Reglamento de titulizaciones de la UE en 2017, la JERS pasó a ser responsable de la supervisión macroprudencial de este mercado, en particular del seguimiento de la acumulación de riesgos sistémicos generados por una combinación de apalancamiento excesivo e interconexiones. El primer informe de seguimiento solo aborda las titulizaciones tradicionales.

El informe mostró que, en 2021, el tamaño del mercado de titulización de la UE era reducido comparado con el de Estados Unidos y que se había contraído desde la crisis financiera mundial de 2008. En el segundo trimestre de 2021, el tamaño del mercado de titulización de la UE era de unos 0,7 billones de euros, frente a 9,8 billones de euros, aproximadamente, en Estados Unidos. Esta diferencia refleja las características estructurales de los mercados de titulización en las dos regiones, como el mayor papel de la financiación de mercado en Estados Unidos en comparación con la UE y las garantías para las titulizaciones aportadas por organismos públicos estadounidenses.

En el informe también se puso de manifiesto que el mercado de titulización de la UE se concentra en unos cuantos Estados miembros y que las entidades de crédito son las principales tenedoras de titulizaciones. En el segundo trimestre de 2021, casi el 80 % del total de titulizaciones vivas en la UE estaba respaldado por préstamos ubicados en Francia, Italia, Países Bajos y España, lo que refleja el uso activo y extensivo de las titulizaciones en esos Estados miembros. Los bancos de la UE continúan siendo los principales tenedores de titulizaciones en la región. En concreto, retienen las titulizaciones mayormente para su uso como garantía en las operaciones con el banco central.

En el informe se establecía un marco para el seguimiento de los riesgos sistémicos que se aplicó a los RMBS de la UE. Mediante un análisis de indicadores de calidad crediticia específicos para los préstamos que subyacen a los RMBS de la UE, el informe mostró que su ratio LTV (principal del préstamo/valor de la garantía) era inferior al 100 %, en promedio, pero que la proporción de préstamos con más riesgo había aumentado desde principios de la década de 2000. La ratio media de deuda sobre ingresos (DTI, por sus siglas en inglés) era de 5,3 en todos los préstamos, y casi el 34 % de los deudores tenían una ratio DTI superior a 5. Por último, en el informe se señalaba que la originación y la tenencia de RMBS de la UE se concentran en unas cuantas entidades de crédito domiciliadas en unos pocos Estados miembros.



En el informe no se identificaron riesgos sistémicos sustanciales derivados de los RMBS de la UE, pero se señaló que un análisis de categorías de activos o de tipos de titulación que no fueran RMBS de la UE podría revelar fuentes de riesgo. A tal fin, en el informe se indicó que, con el tiempo, la JERS ampliaría el marco de seguimiento más allá de los RMBS. También se señaló que la calidad de la información a remitir sobre titulaciones en la UE debería mejorar para garantizar la identificación temprana de riesgos emergentes para la estabilidad financiera.



2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico

Durante el período analizado, la JERS continuó trabajando en importantes iniciativas intersectoriales y transfronterizas. En el marco de este trabajo, emitió una recomendación para abordar los riesgos en los mercados inmobiliarios comerciales. La JERS también avanzó en las labores relacionadas con los riesgos para la estabilidad financiera asociados a ciberincidentes y al cambio climático, así como a los criptoactivos y las finanzas descentralizadas. Gran parte de estas tareas se iniciaron antes de que la JERS emitiera un aviso general en septiembre de 2022. Al abordar las vulnerabilidades conocidas del sistema financiero, estos trabajos también sirvieron para mitigar algunos de los riesgos identificados en el aviso. Asimismo, reflejan la importancia de considerar las interacciones de los riesgos y vulnerabilidades en el conjunto del sistema financiero, tal como se señaló en el aviso.

La JERS también continuó trabajando en la formulación de políticas sectoriales. En relación con el sector bancario, participó en la revisión quinquenal del marco de política macroprudencial de la UE por parte de la Comisión Europea, y también llevó a cabo trabajos internos para dar apoyo a los miembros de la JERS en sus decisiones nacionales de política macroprudencial. Fuera del sector bancario, la JERS siguió proponiendo cambios en las normas prudenciales del sector de seguros y en las normas aplicables al sector de fondos de inversión y a las entidades de contrapartida central (Reglamento EMIR). En consonancia con el aviso general emitido por la JERS en septiembre de 2022, estas propuestas se diseñaron con el objeto de aumentar la capacidad de resistencia a perturbaciones de estos sectores o entidades, así como de reducir la probabilidad de que las transmitan a otros sectores o entidades del sistema financiero, también a través de su impacto en los mercados de activos.

2.1 Iniciativas para afrontar la acumulación de vulnerabilidades y riesgos en el sistema financiero

La JERS continuó trabajando para hacer frente a la acumulación de vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario comercial, el cambio climático, los criptoactivos y las finanzas descentralizadas, así como el ciberriesgo. Las vulnerabilidades detectadas en estas áreas afectarían tanto a las entidades bancarias como a las entidades financieras no bancarias y podrían plantear riesgos más generales para la estabilidad financiera. En consecuencia, la JERS siguió aplicando un enfoque temático a los trabajos realizados en estas cuatro áreas. En el resto de esta sección se describe más detalladamente la labor de la JERS a este respecto.



2.1.1 Sector inmobiliario comercial

En enero de 2023, la JERS publicó un informe¹³ y una recomendación¹⁴ sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo (EEE).

Pese a los significativos progresos logrados en los últimos años en la eliminación de las lagunas de datos sobre bienes inmuebles comerciales, en este sector continúa habiendo lagunas que dificultan la realización de un análisis comparativo exhaustivo entre países¹⁵. No obstante, el análisis sugiere que el sector inmobiliario comercial es vulnerable a riesgos cíclicos relacionados con el aumento de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras que limita el margen para refinanciar la deuda existente y tomar nuevos préstamos, y el acusado deterioro de las perspectivas de crecimiento tras la invasión rusa de Ucrania. Este sector también es vulnerable a cambios estructurales, entre ellos el impacto de las políticas económicas relacionadas con el cambio climático, como unas normas de construcción más estrictas, y el cambio hacia el comercio electrónico. Además, la pandemia de COVID-19 ha acelerado la demanda de flexibilidad en los espacios de oficinas arrendables a medida que los modelos de trabajo a distancia e híbrido se han ido extendiendo. Estas vulnerabilidades pueden verse amplificadas por efectos de contagio entre países y por las interconexiones entre entidades financieras, ya que el sector inmobiliario comercial está fuertemente vinculado con la economía real y con el sistema financiero.

Asimismo, el análisis puso de manifiesto que una evolución adversa del sector inmobiliario comercial puede tener un impacto sistémico en el sistema financiero y en la economía real.

Además, este sector es importante para muchos agentes de los mercados financieros, como los fondos de inversión, las aseguradoras, los fondos de pensiones y las entidades de crédito. Las entidades de crédito, como los bancos, están particularmente expuestas al sector de inmuebles comerciales a través del riesgo de crédito de los préstamos (gráfico 9). Los datos sugieren que la financiación bancaria concedida a dicho sector presentaba elevados ratios LTV (principal del préstamo/valor de la garantía)¹⁶ en varios países del EEE en 2022. Como las valoraciones de las garantías siguen disminuyendo, los ratios LTV de las exposiciones existentes aumentarán, lo que incrementará los ratios LGD (pérdidas en caso de impago) de los bancos y dará lugar a mayores exigencias de provisiones y requerimientos de capital. En última instancia, ello podría limitar la capacidad de las entidades para mantener la oferta de crédito. Fuera del sector bancario, el comportamiento de los fondos de inversión inmobiliaria abiertos constituye un ejemplo de dónde pueden surgir riesgos. Algunos de estos fondos ofrecen a sus inversores plazos de reembolso más cortos de lo que necesitarían para liquidar inversiones en inmuebles comerciales a los precios de mercado vigentes. Tales desajustes de liquidez plantean el riesgo de que los fondos tengan que realizar ventas forzadas que podrían amplificar las caídas de los precios en los mercados inmobiliarios comerciales. Los riesgos asociados a los fondos de pensiones y las aseguradoras en los mercados inmobiliarios comerciales son diferentes de unas jurisdicciones a otras, reflejo de las

¹³ Junta Europea de Riesgo Sistémico (2023), *Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector*, enero.

¹⁴ **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 1 de diciembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo (JERS/2022/9) (DO C 39 de 1.2.2023, p. 1).**

¹⁵ La Recomendación de la JERS relativa a la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (Recomendación JERS/2016/14, modificada por la Recomendación JERS/2019/3) encomienda a Eurostat la responsabilidad de diseñar, para 2025 a más tardar, un sistema para la preparación, elaboración y difusión de indicadores de los mercados físicos de inmuebles comerciales (que incluya un índice de precios, un índice de alquileres, un índice de rendimiento de alquileres, un índice de disponibilidad y un indicador de construcciones comenzadas). Se está trabajando en la aplicación de la recomendación, como se mencionaba en el informe de situación titulado *Progress Report on Commercial Real Estate Statistics*, (Comisión Europea, diciembre de 2021).

¹⁶ Si los inversores pueden utilizar el escudo fiscal, la obtención de un préstamo hipotecario con una LTV elevada aumenta la rentabilidad de sus recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés). Sin embargo, si tienen problemas para atender el pago de la deuda (porque los arrendatarios no pagan el alquiler a tiempo o porque el índice de disponibilidad se incrementa), la elevada LTV se convierte en una carga importante y es posible que el inversor quiebre con rapidez.



diferencias en los modelos y prácticas de negocio, así como de las distintas estructuras de mercado. Por ejemplo, en el último trimestre de 2021, la proporción de las exposiciones totales al sector inmobiliario comercial correspondiente a las aseguradoras variaba entre el 1 % y el 25 % dependiendo de la jurisdicción. La forma en la que los fondos de pensiones y las aseguradoras están expuestas a este sector también es diferente de unos países a otros. El análisis de los cinco países en los que están domiciliados los fondos más importantes (Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo y Países Bajos) muestra que las aseguradoras, junto con los fondos de pensiones, son los mayores inversores en fondos de inversión inmobiliaria. Por último, en el informe también se destacaba que la materialización de riesgos en el mercado de inmuebles comerciales incidiría negativamente en las calificaciones crediticias de las titulaciones de préstamos inmobiliarios comerciales. Las tensiones en este mercado también pueden causar efectos de contagio negativos en la economía real, por ejemplo, a través de su impacto en el sector de la construcción, lo que perjudicaría a la evolución de la actividad económica.

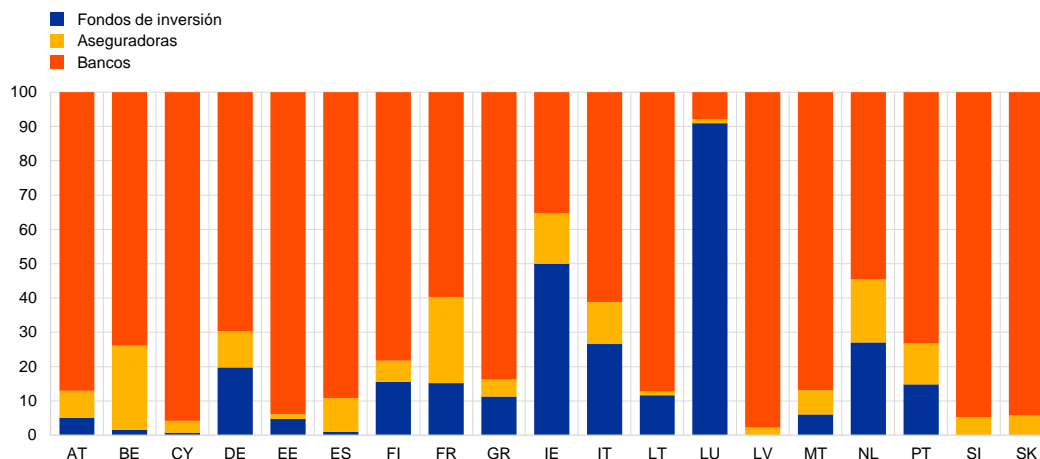
La recomendación incluía varias medidas que pueden tener que adoptarse a corto y medio plazo. Las autoridades nacionales y de la UE deben vigilar de cerca las vulnerabilidades actuales y potencialmente emergentes relacionadas con los inmuebles comerciales, así como asegurar la solidez de las prácticas de financiación de este sector y la resiliencia de las entidades financieras. Para aumentar la resiliencia del sector bancario, las autoridades pueden utilizar medidas de ponderación de riesgos o colchones de capital: estas medidas pueden emplearse para abordar riesgos generales de carácter cíclico o estructural, o para afrontar riesgos específicos del sector inmobiliario comercial. En el sector de fondos de inversión es importante: i) asegurar el ajuste entre los plazos de reembolso de los fondos y la liquidez de los activos inmobiliarios comerciales subyacentes; ii) evaluar los riesgos derivados de los desajustes de liquidez y del apalancamiento, y iii) utilizar instrumentos de gestión de liquidez y límites al apalancamiento cuando sea necesario. Al mismo tiempo, las aseguradoras deben realizar un seguimiento del nivel del capital de solvencia obligatorio. Esto es especialmente relevante en lo que respecta al tratamiento de las garantías de la deuda y la inversión vinculadas a inmuebles comerciales, y a la manera en que las aseguradoras tienen en cuenta los riesgos asociados al mercado inmobiliario comercial al invertir en estos bienes a través de fondos de inversión. De cara al futuro se necesita regulación basada en la actividad que contribuya a abordar de manera eficaz las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial. Por consiguiente, la Comisión Europea debería analizar el marco macroprudencial actual y asegurar que todas las entidades financieras aplican normas coherentes para afrontar los riesgos relacionados con las exposiciones al sector inmobiliario comercial cuando lleven a cabo las mismas actividades, teniendo en cuenta sus especificidades. De forma paralela, deberían realizarse más avances en la eliminación de las lagunas de datos sobre bienes inmuebles comerciales.



Gráfico 9

Porcentaje de exposiciones al sector inmobiliario comercial de las entidades financieras, por tipo de inversor

(porcentaje de las exposiciones totales de los países; IV TR 2021)



Fuentes: AnaCredit, Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD) y estadísticas de la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA).

Notas: En el caso de los datos de AnaCredit se han tenido en cuenta tanto la finalidad como la cobertura de la exposición. En cuanto a los datos de la EIOPA, las exposiciones a inmuebles comerciales de las aseguradoras se han calculado siguiendo la metodología utilizada por esta autoridad (véase EIOPA, 2020 Financial Stability Report). En algunos países, la financiación transfronteriza desempeña un papel importante y la categoría «bancos» incluye también bancos extranjeros.

2.1.2 Riesgos para la estabilidad financiera relacionados con el cambio climático

En julio de 2022, el BCE y la JERS publicaron un **informe conjunto sobre la necesidad de calibrar mejor las implicaciones del cambio climático para el riesgo sistémico y el margen de respuesta de la política macroprudencial**¹⁷. El informe se basa en una serie de trabajos de creciente relevancia de expertos del mundo académico y de las autoridades pertinentes. Estos trabajos señalan la existencia de deficiencias analíticas importantes en relación con el riesgo sistémico, sobre todo en lo que respecta a los tipos de vulnerabilidades financieras y a las magnitudes de los riesgos. Además de estos trabajos, en el informe conjunto del BCE y la JERS se consideran opciones de política macroprudencial para abordar la dimensión sistémica del riesgo financiero relacionado con el clima en términos de alcance (interacción con la vulnerabilidad financiera y efectos sobre la economía), magnitud (interconexión y contagio entre sectores financieros) y horizonte (cómo las perturbaciones a largo plazo podrían transformarse en tensiones financieras breves, junto con una modelización más detallada de los comportamientos dinámicos).

El informe se centra en dos aspectos importantes de la medición, en concreto en el mapeo de exposiciones y en los factores amplificadores sistémicos. El primer aspecto está relacionado con la consolidación y mejora del mapeo anterior de las exposiciones climáticas. A este respecto, el informe llega a dos conclusiones: primero, no se ha producido una reducción

¹⁷ ECB/ESRB Project Team on climate risk monitoring (2022), *The macroprudential challenge of climate change*, JERS, julio.



significativa de la intensidad de las emisiones de las carteras de préstamos de los bancos de la zona del euro en los últimos años y, segundo, las exposiciones a pérdidas relacionadas con el cambio climático siguen concentradas en un número reducido de bancos, y más del 20 % de las posibles pérdidas procederían de las tenencias del 5 % de los bancos de la zona del euro. El segundo aspecto es calibrar la magnitud de los factores amplificadores sistémicos. En términos de los riesgos de transición, en el informe se concluye que un aumento acusado y desordenado de los precios del carbono casi duplica la correlación media entre impagos de muchas empresas. En cuanto a los riesgos físicos, los riesgos climáticos pueden coincidir, lo que intensificaría la dinámica de ventas forzadas. Por ejemplo, el informe señala que, en los distintos sectores institucionales, la proporción de tenencias comunes de activos expuestos a altas temperaturas y tensiones hídricas es de alrededor del 30 % y de hasta el 45 % en el caso del riesgo de incendios.

El informe contribuye a entender mejor tres aspectos importantes para la modelización de los riesgos para la estabilidad financiera derivados del cambio climático. Estos aspectos están relacionados con los horizontes de los escenarios y con la elaboración de modelos de incertidumbre y de balance dinámico.

En primer lugar, el informe considera la manera en que las evaluaciones de riesgos podrían restar importancia a las perturbaciones climáticas abruptas a corto plazo centrándose en el largo plazo. Aunque se estima que, en términos acumulados, una transición ordenada impulsaría la producción económica de la UE un 3 % con respecto a un escenario en el que no se modifican las políticas, una transición desordenada la reduciría un 1,5 % para 2050 si se compara con las políticas vigentes en la actualidad. Una evaluación completa también debe incluir los cambios importantes a nivel de sectores económicos asociados a una transición desordenada: los productores de combustibles fósiles podrían sufrir pérdidas de alrededor del 40 % en caso de que la transición sea desordenada. El análisis a más corto plazo también tiende a poner de manifiesto que, al principio, los costes a corto plazo de la transición podrían superar los beneficios iniciales de la disminución de los riesgos físicos.

En segundo lugar, el informe pone de relieve la incertidumbre que predomina en la modelización de estos riesgos. Para medir la incertidumbre asociada a la elaboración de modelos, el informe incluye una comparación de los modelos utilizados actualmente por los miembros de la JERS/Eurosistema. El resultado apunta a que existe un consenso en la descripción de la transmisión de las perturbaciones relacionadas con el cambio climático al sector financiero: inicialmente, tales perturbaciones se plasmarían en revisiones de las expectativas de los mercados, lo que afectaría primero a los precios de las acciones, antes de incidir en los precios de los bonos corporativos.

Por último, el informe aborda la cuestión de la dinámica. A menudo, las pruebas de resistencia climática se basan en escenarios con horizontes a más largo plazo que las pruebas de resistencia tradicionales. Por tanto, para que sean más realistas, las pruebas de resistencia climáticas deberían aplicar un enfoque de balance dinámico en el que queden reflejadas las reacciones de las entidades financieras y las actuaciones de los sectores no financieros para lograr una economía más baja en carbono. En el informe se presenta un resumen de los enfoques metodológicos que podrían considerarse para elaborar modelos de balance dinámico para los sectores bancario, de seguros y de gestión de activos.

El informe se fundamenta en las bases analíticas para medir el riesgo financiero asociado al cambio climático y aborda la necesidad de una respuesta macroprudencial que pudiera



aplicarse en el contexto europeo. A medida que los riesgos derivados del cambio climático se hacen más evidentes, también se ven más claros los beneficios de las políticas prudenciales relacionadas con el clima. Ciertamente, estas políticas podrían limitar las pérdidas ocasionadas por el cambio climático y ayudar a cosechar los frutos de una transición a tiempo. En el informe se consideran las opciones para una respuesta macroprudencial europea y diversos instrumentos posibles para articularla. En estos momentos ningún instrumento macroprudencial parece ser adecuado y aplicable de forma inmediata en su forma actual para contribuir a afrontar el riesgo financiero relacionado con el cambio climático. No obstante, algunos de los instrumentos existentes podrían aplicarse realizando ajustes limitados y otros podrían elaborarse con facilidad. Un inventario de los instrumentos macroprudenciales disponibles en el sector bancario sugiere que la adaptación y el establecimiento de medidas para limitar la concentración podrían ayudar a abordar los riesgos sistémicos de forma generalizada, mientras que un colchón contra riesgos sistémicos sería una herramienta flexible para contener la acumulación de riesgos climáticos y aumentar la capacidad de resistencia de los bancos en caso de materialización de riesgos.

2.1.3 Criptoactivos y finanzas descentralizadas

A juicio de la JERS, las autoridades deben entender mejor los desarrollos que se producen en el ecosistema de los criptoactivos y sus implicaciones para la estabilidad financiera.

Desde la última vez que los precios alcanzaron un máximo, en noviembre de 2021, los mercados de criptoactivos han experimentado una fuerte contracción, con caídas de precios del 75 % (aunque en 2023 han aumentado de nuevo), y numerosas empresas de criptoactivos han quebrado, disponiéndose de creciente evidencia de la existencia de problemas fundamentales relacionados con el gobierno corporativo, la conducta, el abuso de mercado y los modelos de negocio. Sin embargo, hasta ahora, las turbulencias registradas recientemente han sido en su mayoría limitadas, afectando al propio sector. Los debates de las autoridades sobre cómo enfocar la regulación de los mercados de criptoactivos, un área en la que se ha avanzado en jurisdicciones de todo el mundo, se centran principalmente en la protección de los consumidores y los inversores¹⁸, así como en la necesidad de garantizar que los criptoactivos y las finanzas descentralizadas no se utilicen para blanquear dinero o para otras actividades ilícitas¹⁹. Más concretamente, la UE está lista para implementar el Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA, por sus siglas en inglés)²⁰, que crea un marco integral para la regulación de la prestación de servicios de criptoactivos y la emisión de estos instrumentos en la UE. No obstante, la estabilidad financiera no es un elemento principal del Reglamento MiCA, por lo que se ha estado considerando el papel que podría desempeñar la JERS en este ámbito.

En junio de 2022, un grupo de alto nivel exploró el alcance y las prioridades de los análisis futuros de la JERS sobre los criptoactivos y las finanzas descentralizadas desde la perspectiva de la estabilidad financiera, y propuso que prosiguieran los trabajos en esta área. El grupo llegó a la conclusión de que, si bien, hasta ahora, las posibles repercusiones

¹⁸ Véase el aviso sobre criptoactivos de las AES en ESMA (2022), «**EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets**», marzo.

¹⁹ En el ámbito internacional, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) publicó un **conjunto detallado de propuestas** para asegurar que todas las actividades relacionadas con criptoactivos que planteen un riesgo para la estabilidad financiera se vean sujetas a una regulación, supervisión y vigilancia exhaustivas y coordinadas globalmente. Este conjunto de propuestas incluye **recomendaciones para la regulación, supervisión y vigilancia de las actividades y los mercados de criptoactivos y revisiones de las recomendaciones de alto nivel del FSB para el establecimiento de mecanismos aplicables a las «stablecoins globales».**

²⁰ **Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937**, aún sin publicar en el Diario Oficial.



sistémicas de la actividad de este sector habían sido escasas, podrían surgir riesgos para el sistema financiero de manera rápida y súbita. Si continuaran las tendencias de rápido crecimiento observadas en los últimos años, los criptoactivos podrían plantear riesgos para la estabilidad financiera. Por consiguiente, la JERS ha decidido continuar trabajando en este tema.

Otros trabajos de la JERS se han centrado en identificar riesgos potenciales para la estabilidad financiera y en elaborar propuestas de medidas para abordar tales riesgos. La JERS está investigando la evolución de los mercados en relación con los criptoactivos y las finanzas descentralizadas, y está tratando de identificar a los inversores en el mercado. También está poniendo el foco en las interconexiones con las finanzas tradicionales y considerando escenarios en los que los criptoactivos podrían convertirse en un riesgo sistémico. Se están estudiando propuestas legislativas y regulatorias en la UE, en otras jurisdicciones importantes y a escala internacional. Estos trabajos pueden dar lugar a propuestas para mitigar cualquier riesgo macroprudencial o para la estabilidad financiera en la UE derivado de los criptoactivos y las finanzas descentralizadas.

2.1.4 Ciberriesgo

En febrero de 2023, la JERS publicó un informe titulado «Advancing macroprudential tools for cyber resilience», con el fin de impulsar la ciberresiliencia de todo el sistema. El informe se elaboró en el contexto geopolítico de aumento de los ciberriesgos descrito en la sección 1 y se basa en trabajos anteriores de la JERS orientados a fortalecer la ciberresiliencia. Estos trabajos incluyen la **Recomendación** de la JERS de 2022 sobre el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos y el informe de acompañamiento titulado «**Mitigating systemic cyber risk**», en el que se describe cómo este marco facilitaría una respuesta eficaz a un ciberincidente grave. Al centrarse en el sistema en su conjunto, el informe complementa las actividades llevadas a cabo por el Comité Mixto de las AES en el marco del Reglamento sobre resiliencia operativa digital (DORA, por sus siglas en inglés)²¹, cuyo objetivo es mejorar la ciberresiliencia de las entidades individuales.

Para impulsar la ciberresiliencia de todo el sistema, el informe insta a las autoridades de la UE a avanzar en relación con tres elementos. Primero, en el informe se anima a las autoridades a que realicen pruebas piloto de ciberresiliencia de todo el sistema en cuanto sea posible a través del análisis de escenarios, con el objetivo de entender mejor los riesgos para la ciberresiliencia del sistema en su conjunto. El informe también propugna el uso de objetivos de tolerancia a impactos sistémicos (SITO, por sus siglas en inglés). Estos objetivos son una herramienta analítica para identificar y medir los impactos de ciberincidentes en el sistema financiero, y para evaluar cuándo es probable que tales incidentes superen los niveles de tolerancia y causen interrupciones significativas. Por último, en el informe se analiza hasta qué punto son adecuadas las herramientas de gestión de crisis financieras existentes para gestionar ciberincidentes que afecten a todo el sistema. A este respecto, en el informe se señala la necesidad de realizar análisis adicionales con el fin de comprender mejor cuáles son las herramientas operativas más eficaces para responder a un ciberincidente que afecte a todo el sistema e identificar deficiencias en las herramientas operativas y financieras. Tras la publicación del informe de la JERS en febrero de 2023, la

²¹ [Reglamento \(UE\) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos \(CE\) nº 1060/2009, \(UE\) nº 648/2012, \(UE\) nº 600/2014, \(UE\) nº 909/2014 y \(UE\) 2016/1011 \(DO L 333 de 27.12.2022, p. 1\).](#)



Supervisión Bancaria del BCE anunció que realizaría, en el ámbito del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), una prueba temática de ciberresiliencia en 2024, con el fin de comprobar cómo responderían y se recuperarían los bancos ante un ciberincidente grave.

2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades de crédito

Las actividades de la JERS en este ámbito incluyeron el seguimiento de la revisión exhaustiva del marco macroprudencial de la UE para las entidades de crédito con el fin de establecer un marco macroprudencial más prospectivo, flexible y holístico para la próxima década. Asimismo, la JERS brindó apoyo a los Estados miembros en la valoración de los principales elementos que debían tomar en consideración al adoptar decisiones macroprudenciales en el entorno incierto que caracterizó al año 2022.

2.2.1 Revisión exhaustiva del marco macroprudencial de la UE para las entidades de crédito

La JERS observa que la revisión del marco macroprudencial para el sistema bancario prevista por la Comisión Europea se ha aplazado. No obstante, la JERS subraya que sigue siendo de vital importancia que estas propuestas se lleven pronto a la práctica. Conforme las autoridades aprenden de prácticas regulatorias previas y las entidades de crédito se adaptan a diversos retos tecnológicos, estructurales y ambientales, el marco regulatorio también ha de ajustarse. La JERS publicó una **nota conceptual** en marzo de 2022 que ofrece directrices sobre cómo adecuar el marco macroprudencial de la UE de cara a la próxima década. Es esencial contar con un marco macroprudencial sólido y actualizado para que la UE y las autoridades nacionales puedan abordar con eficacia los riesgos para la estabilidad financiera, sobre todo porque la probabilidad de que se materialicen escenarios de riesgos de cola ha aumentado en los últimos años, y en particular desde principios de 2022, como pone de manifiesto la volatilidad registrada en los mercados en torno al final del período analizado en este Informe Anual de 2022 de la JERS.

La JERS desearía que se intensifiquen los esfuerzos para que el marco macroprudencial sea verdaderamente adecuado para la próxima década, como indicaba en su nota conceptual. La JERS sigue considerando que es preciso realizar una revisión exhaustiva del marco macroprudencial de la UE para el sector bancario. Señala la necesidad de asegurar que se dispone de capital que pueda liberarse con más facilidad y utilizarse con mayor efectividad acumulando colchones de forma más proactiva y en una fase más temprana del ciclo. De este modo aumentaría el margen de actuación de la política macroprudencial y la capacidad de resistencia de las entidades de crédito, así como la usabilidad de los colchones. A juicio de la JERS, el conjunto actual de instrumentos macroprudenciales de la UE debe complementarse con medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios. Un estándar mínimo armonizado que siga los principios de la «discrecionalidad guiada» para las medidas basadas en dicha capacidad de pago a escala de la UE —como límites a la LTV, a la ratio de servicio de la deuda sobre ingresos (DSTI), a la ratio de deuda sobre ingresos (DTI) y a los plazos de los préstamos— contribuiría a mitigar con eficacia los riesgos sistémicos relacionados con los mercados inmobiliarios, a reducir el sesgo de inacción y a facilitar una mayor integración del mercado único



incrementando el crédito transfronterizo, la reciprocidad y la evaluación y el seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera. Al mismo tiempo, las decisiones relativas a la activación, calibración y cancelación de las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios deberían quedar en manos de las autoridades nacionales, con el fin de tener flexibilidad suficiente para dar cabida a las particularidades nacionales. También sería conveniente aplicar exigencias similares a todas las entidades que lleven a cabo el mismo tipo de actividad financiera. A tal fin, debería considerarse la introducción de instrumentos basados en la actividad, lo que contribuiría a evitar el arbitraje regulatorio y la transferencia del riesgo a otras partes del sistema sujetas a un seguimiento menos estricto. También debería contarse con instrumentos que permitan a las autoridades macroprudenciales abordar los riesgos financieros relacionados con los ciberincidentes, los criptoactivos o el cambio climático. La JERS continuará impulsando estas reformas con el objetivo de crear un marco macroprudencial más prospectivo, flexible y holístico para la próxima década.

2.2.2 Apoyo a los Estados miembros en la adopción de decisiones macroprudenciales

En el entorno de incertidumbre que caracterizó el año 2022, la JERS prestó apoyo a los Estados miembros analizando elementos clave que debían considerarse al adoptar decisiones macroprudenciales. Esta iniciativa es coherente con el objetivo de la JERS de contribuir a la prevención o la mitigación de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera en la UE, como se indica en el Reglamento (UE) nº 1092/2010²². Con el fin de proporcionar asistencia a los Estados miembros de la UE en la toma de decisiones macroprudenciales, la JERS evaluó si la capacidad de resistencia del sistema bancario es acorde con los riesgos sistémicos cíclicos para la estabilidad financiera. Para ello, utilizó un amplio conjunto de indicadores de riesgos cíclicos y aplicó un marco que facilita la valoración de la orientación macroprudencial de las medidas basadas en el capital. Este último forma parte del marco de orientación macroprudencial de la JERS, que se publicó en diciembre de 2021 y se presentó en el Informe Anual de 2021²³. El enfoque fundamentado en la orientación de las medidas basadas en el capital añade una dimensión de política al análisis de riesgos. El «riesgo neto» se calcula comparando los riesgos, la capacidad de resistencia de las entidades de crédito y las medidas basadas en el capital: la capacidad de resistencia y las medidas de política se «sustraen» del riesgo bruto. Por tanto, el riesgo neto es la parte del riesgo que no está cubierta por la capacidad de resistencia o por las medidas. De esta manera se puede determinar si la orientación de la política macroprudencial de un país es laxa, neutral o restrictiva. Las conclusiones extraídas de estos análisis también se pusieron en el contexto del entorno macroeconómico y macrofinanciero imperante en los Estados miembros de la UE en esos momentos.

²² Reglamento (UE) nº 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del Sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO L 331 de 15.12.2010, p. 1).

²³ Véanse JERS (2021), *Report of the Expert Group on Macroprudential Stance – Phase II (implementation)*, diciembre, y el recuadro 4 del Informe Anual de 2021 de la JERS.



2.3 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades financieras no bancarias

La JERS ha propuesto efectuar cambios en las normas prudenciales para abordar las vulnerabilidades de las entidades financieras no bancarias, como los fondos de inversión y las aseguradoras, así como en el ecosistema de compensación centralizada. La JERS había instado reiteradamente a que se lleven a cabo reformas regulatorias en el sector financiero no bancario²⁴ y había señalado que apenas se habían realizado avances²⁵. Las propuestas legislativas para la revisión de las normas prudenciales que rigen los fondos de inversión, las aseguradoras y la compensación centralizada emitidas por la Comisión Europea durante el período analizado brindaron la oportunidad de abordar las vulnerabilidades. En consecuencia, la JERS interactuó con los legisladores para poner de relieve áreas de estas propuestas de la Comisión en las que podrían introducirse mejoras con el fin de reducir los riesgos para la estabilidad financiera. En el resto de esta sección se describen más detalladamente estas y otras iniciativas emprendidas por la JERS.

2.3.1 Compensación centralizada

La JERS ha colaborado con la ESMA y con los legisladores de la UE para mejorar diversos aspectos relacionados con el marco de compensación centralizada en la UE. Estos aspectos incluyen, entre otras cosas, la introducción del requisito de mantener cuentas activas y un mecanismo de seguimiento conjunto (JMM, por sus siglas en inglés), y vuelven a poner de relieve los riesgos para la estabilidad financiera asociados a la actual falta de calidad de los datos.

Para reducir la prociclicidad en las prácticas de márgenes de las entidades de contrapartida central (ECC), la Secretaría de la JERS contribuyó a la consulta de la ESMA sobre medidas para limitar la prociclicidad (APC, por sus siglas en inglés)²⁶. La JERS había subrayado reiteradamente la necesidad de abordar la prociclicidad de las prácticas de margen inicial (y de activos de garantía)²⁷. Por ello, la Secretaría de la JERS acogió con satisfacción las propuestas de la ESMA y señaló las áreas de las propuestas con margen de mejora. Por ejemplo, en la respuesta se indicaba que, en paralelo a las modificaciones que se estaban considerando en relación con la prociclicidad de los márgenes, también se debía tener en cuenta la prociclicidad de los recortes de valoración²⁸, y que las disposiciones del EMIR debían aclararse en consecuencia. La Secretaría de la JERS también remitió a la ESMA consideraciones adicionales relativas a la revisión del marco para limitar la prociclicidad previsto en el EMIR, como la compensación de clientes, la proporcionalidad y la necesidad de una definición adecuada de prociclicidad. Asimismo, respondió a las preguntas más relevantes desde la perspectiva de la estabilidad financiera formuladas por la ESMA en su consulta.

²⁴ Véase, por ejemplo, el discurso «**Nuevos avances a partir de los logros de las reformas tras la crisis**» pronunciado por Mario Draghi, entonces presidente del BCE y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, en la segunda conferencia anual de la JERS, Frankfurt am Main, 21 de septiembre de 2017.

²⁵ Véase el **discurso** pronunciado por la presidenta de la JERS, Christine Lagarde, en su comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo el 20 de marzo de 2023.

²⁶ **Respuesta de la Secretaría de la JERS a la consulta de la ESMA sobre las medidas APC para las ECC.**

²⁷ **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/2020/6) 2020/C 238/01 (DO C 238 de 20.7.2020, p. 1).**

²⁸ Aunque el EMIR no proporciona actualmente la base jurídica para que la ESMA considere el posible impacto procíclico de los recortes de valoración en los activos de garantía, esta cuestión ha sido abordada en la propuesta de la Comisión Europea de revisión del artículo 46, apartado 1, del EMIR.



La JERS respondió al informe de la ESMA sobre medidas de emergencia relativas a los requisitos de garantías para aliviar las tensiones de liquidez de los miembros compensadores y de los clientes (no financieros)²⁹. La invasión de Ucrania por parte de Rusia provocó incrementos sustanciales de los precios y repuntes de la volatilidad en algunos mercados de materias primas. Los mercados de electricidad y gas natural resultaron especialmente afectados. Ello llevó a las ECC a realizar importantes ajustes de márgenes para cubrir las exposiciones en derivados en esos mercados. Estos ajustes generaron tensiones de liquidez en las contrapartes no financieras, que suelen tener menos activos financieros y menos líquidos que las entidades financieras que puedan utilizar para cumplir los requisitos de márgenes. Para aliviar las tensiones de liquidez de las contrapartes no financieras, la Comisión Europea solicitó a la ESMA que considerara ampliar temporalmente la lista de activos de garantía admisibles para las ECC. En su respuesta, la ESMA propuso introducir modificaciones en las disposiciones de las normas técnicas de regulación (NTR) sobre los activos de garantía admisibles, para lo que es necesario consultar a la JERS. La JERS respaldó la propuesta de la ESMA de ampliar de manera temporal y focalizada el conjunto de activos de garantía admisibles para incluir las garantías públicas emitidas por entidades públicas del EEE o por bancos multilaterales de desarrollo. La JERS consideró que de este modo podría aumentar la capacidad y la disposición de las entidades de crédito para proporcionar liquidez a contrapartes no financieras sin una transferencia significativa de riesgos de la economía real a las entidades de crédito y las ECC. En cambio, la JERS expresó sus reservas a la inclusión de garantías bancarias no avaladas como activos admisibles para las ECC. Para ambos tipos de garantías, la JERS instó a que estas medidas sean de carácter temporal y focalizado, en el sentido de que solo sean utilizadas por contrapartes no financieras y para derivados sobre gas y electricidad negociados en mercados regulados, por un período limitado de doce meses.

En julio de 2022, en una carta dirigida a la Comisión, la JERS expresó su preocupación por la mala calidad de los datos que las entidades siguen presentando de conformidad con el EMIR³⁰. En la carta se ponen de relieve las dificultades que plantea la persistente mala calidad de los datos para un seguimiento adecuado de los riesgos para la estabilidad financiera. En concreto, se señala que las deficiencias en la calidad impiden que las autoridades realicen un seguimiento adecuado de los riesgos, que era uno de los objetivos de las reformas posteriores a la crisis. También obligan a las autoridades pertinentes a dedicar mucho tiempo y recursos a verificar la calidad de la información y generan puntos ciegos debido a la exclusión de las entidades que presentan valores poco verosímiles. Aunque la JERS espera que la calidad de los datos mejore en 2024 con la entrada en vigor de las NTR modificadas aprobadas en 2020, también considera necesario que se sigan introduciendo mejoras estructurales en esta área, ya que las deficiencias en la información no deberían atribuirse únicamente a las NTR en las que se especifican los requisitos de presentación de información. A tal fin, la carta incluye propuestas sobre cómo modificar el marco jurídico y regulatorio de modo que ofrezca los incentivos adecuados para que las ECC, los miembros compensadores y los clientes proporcionen información apropiada en términos de calidad y puntualidad. La JERS expresó su preocupación por que la deficiente calidad de los datos pueda ser sintomática de un problema más profundo de mala gestión de los riesgos en determinadas entidades declarantes.

²⁹ **Respuesta de la JERS al informe final de la ESMA sobre medidas de emergencia relativas a los requisitos de garantías, incluido el proyecto de normas técnicas de regulación (NTR) por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 153/2013 de la Comisión.**

³⁰ **Carta sobre la opinión de la JERS relativa a los problemas de calidad de los datos y los riesgos para la estabilidad financiera.**



Al mismo tiempo, la JERS remitió una carta a la Comisión Europea en la que exponía su opinión sobre la revisión específica del EMIR en relación con la compensación centralizada en la UE³¹. En ella, la JERS realizó comentarios sobre las medidas para incrementar el atractivo de la compensación centralizada en la UE y presentó propuestas para mejorar el actual marco de evaluación (*tiering framework*) de las ECC y reforzar la supervisión. Además, se sugerían medidas para abordar el exceso de dependencia de las ECC de terceros países y la exposición excesiva a estas ECC. Esta contribución se realizó para dar seguimiento a la opinión sobre este tema que la JERS trasladó a la Comisión el 22 de marzo de 2022 y que se describía en el Informe Anual de 2021 de la JERS.

En respuesta a las propuestas relativas al EMIR 3.0 publicadas por la Comisión Europea, la JERS envió una carta al Parlamento Europeo y al Consejo con sugerencias de mejora adicional del proyecto legislativo. La JERS acogió positivamente las modificaciones propuestas por la Comisión, algunas de las cuales ya había planteado previamente la propia JERS. Entre ellas se incluía el objetivo de la transmisión de los márgenes de variación intradía por las ECC y la ampliación de las pruebas de resistencia de liquidez de las ECC para incluir los riesgos de liquidez generados por el impago de al menos dos entidades, así como el reforzamiento de las competencias de la ESMA³². La JERS realizó también otras sugerencias para aumentar la seguridad del sistema financiero, por ejemplo, al calibrar el requisito de mantener cuentas activas, participando en el JMM y centrándose en la calidad de los datos.

2.3.2 Fondos de inversión

La Secretaría de la JERS realizó un seguimiento de las deliberaciones de los legisladores para reforzar el marco regulatorio y de supervisión de los fondos de inversión. En el período anterior, en marzo de 2022, la Secretaría de la JERS había enviado cartas al Parlamento Europeo y al Grupo de Trabajo del Consejo en relación con la **propuesta de modificación de la Comisión Europea** de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés)³³ y de la Directiva 2009/65/CE³⁴. En las cartas, que se describían en el **Informe Anual de 2021 de la JERS**, se reconocía que la propuesta de la Comisión Europea recogía la mayor parte de las consideraciones que la JERS había formulado previamente para ayudar a abordar los riesgos y vulnerabilidades de los fondos de inversión, y se señalaban aspectos de las propuestas de la Comisión Europea que los legisladores podrían mejorar. Durante el período que cubre el Informe Anual de 2022 de la JERS, la Secretaría de la JERS hizo un seguimiento de las deliberaciones de los legisladores, pero no siguió interactuando con ellos en relación con la revisión legislativa. El Consejo alcanzó un acuerdo sobre un enfoque general en junio de 2022³⁵ y

³¹ **Carta sobre la revisión específica del EMIR con respecto a la compensación centralizada en la UE.**

³² **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/2020/6) (DO L 238 de 20.7.2020, p. 1).**

³³ **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).**

³⁴ **Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).**

³⁵ Véase **Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositario y custodia y la originación de préstamos por fondos de inversión alternativos**, aún sin publicar en el Diario Oficial.



el Parlamento Europeo acordó su posición en febrero de 2023³⁶ teniendo en cuenta la mayoría de las sugerencias contenidas en las cartas. En marzo de 2023, el expediente entró en la fase de trilogos entre los legisladores de la UE.

2.3.3 Sector de seguros

En agosto de 2022, la JERS publicó una *Issues note* en la que exponía las conclusiones de su análisis sobre el seguro de crédito comercial (TCI, por sus siglas en inglés) y se identificaban líneas de trabajo para desarrollar políticas tendentes a reforzar la capacidad de resistencia del mercado de TCI en épocas de tensión. El TCI protege a los vendedores que suministran bienes o servicios antes de la recepción del pago frente al riesgo de pérdidas en caso de impago de los compradores. La irrupción de la pandemia de COVID-19 generó expectativas de un posible aumento de las reclamaciones relacionadas con los TCI, con el riesgo de que las aseguradoras redujeran sus exposiciones y retiraran la cobertura de los TCI. Los Gobiernos introdujeron programas de ayudas públicas *ad hoc* para garantizar que se mantuviera esta cobertura. La JERS interpretó este paso como una indicación de que los Gobiernos consideraban que la retirada de los TCI constituiría una fuente potencial de riesgo sistémico que podría provocar una grave perturbación en la economía. Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, la economía podría verse perjudicada por la falta de certidumbre sobre si los Gobiernos intervendrían con programas *ad hoc* y, de ser así, cuándo y cómo lo harían. A la JERS también le preocupaba que las intervenciones estatales *ad hoc* pudieran ser un incentivo inadecuado tanto para las aseguradoras como para los asegurados. A este respecto, la JERS analizó el mercado de TCI y publicó sus conclusiones, junto con líneas de trabajo para el desarrollo de políticas, en una *Issues note*.

En la *Issues note* se llegaba a la conclusión de que las líneas de trabajo para desarrollar políticas adicionales deberían centrarse en reducir la probabilidad de que los Gobiernos juzguen necesario realizar una intervención *ad hoc*. Estas líneas de trabajo podrían estructurarse en torno a dos dimensiones: i) soluciones basadas en el sector privado y ii) soluciones predefinidas basadas en el sector público. También podrían considerarse combinaciones de ambos tipos de soluciones. En la nota se reconocía que para que estas líneas de trabajo se plasmasen en propuestas es necesario seguir realizando análisis y mantener contactos con las partes interesadas para identificar y abordar los retos relativos al diseño.

En noviembre de 2022, la Secretaría de la JERS remitió cartas al Parlamento Europeo y al Grupo de Trabajo del Consejo para expresar su preocupación sobre las modificaciones a las propuestas de la Comisión Europea en relación con la revisión de la Directiva de Solvencia II. Durante el anterior período analizado, en concreto en febrero de 2022, la Secretaría de la JERS había enviado cartas al Parlamento Europeo y al Grupo de Trabajo del Consejo ante las **modificaciones propuestas por la Comisión Europea** en las normas prudenciales de las aseguradoras (la Directiva de Solvencia II). En esas cartas, que se describían en el Informe Anual de 2021 de la JERS, se indicaba que la propuesta de la Comisión Europea representaba un buen punto de partida porque reflejaba muchos de los aspectos identificados por la JERS para abordar

³⁶ Véase Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo (2023), «Informe sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositario y custodia y la originación de préstamos por fondos de inversión alternativos», febrero.



los riesgos para la estabilidad financiera. Sin embargo, en las cartas de febrero de 2022 se subrayaba la importancia de no diluir la propuesta de la Comisión, dado que era el mínimo necesario para prevenir o mitigar dichos riesgos. Asimismo, la JERS puso de relieve las oportunidades para reforzar y mejorar la propuesta. La Secretaría de la JERS, en sus cartas dirigidas a los legisladores en noviembre de 2022, mostró su preocupación acerca de algunas modificaciones a las propuestas de la Comisión.

En concreto, en las cartas de noviembre de 2022, la JERS expresó su preocupación por que las competencias diseñadas para ayudar a las autoridades nacionales a identificar y mitigar los riesgos de liquidez resultaran insuficientes, se diluyeran o se eliminaran con las modificaciones propuestas. Ello planteaba el riesgo de que los supervisores no pudieran identificar a las aseguradoras con un perfil de liquidez potencialmente vulnerable y que —aun cuando pudieran hacerlo— carecieran de los instrumentos necesarios para actuar antes de que el riesgo de liquidez se materialice. En las cartas se señalaba que el riesgo de liquidez es generalizado y que incluso las entidades financieras que no participan en la transformación de liquidez pueden verse expuestas a él, aunque mantengan pasivos a largo plazo y utilicen estrategias de inversión basadas en el pasivo. Por ejemplo, este riesgo se materializó en el sector de los fondos de pensiones del Reino Unido en septiembre de 2022 y llevó al Banco de Inglaterra a intervenir en el mercado de deuda pública británica. En las cartas se indicaba asimismo que la capacidad de los supervisores para actuar de forma preventiva es fundamental, dada la rapidez con la que puede materializarse el riesgo de liquidez.



3 Análisis de las medidas nacionales

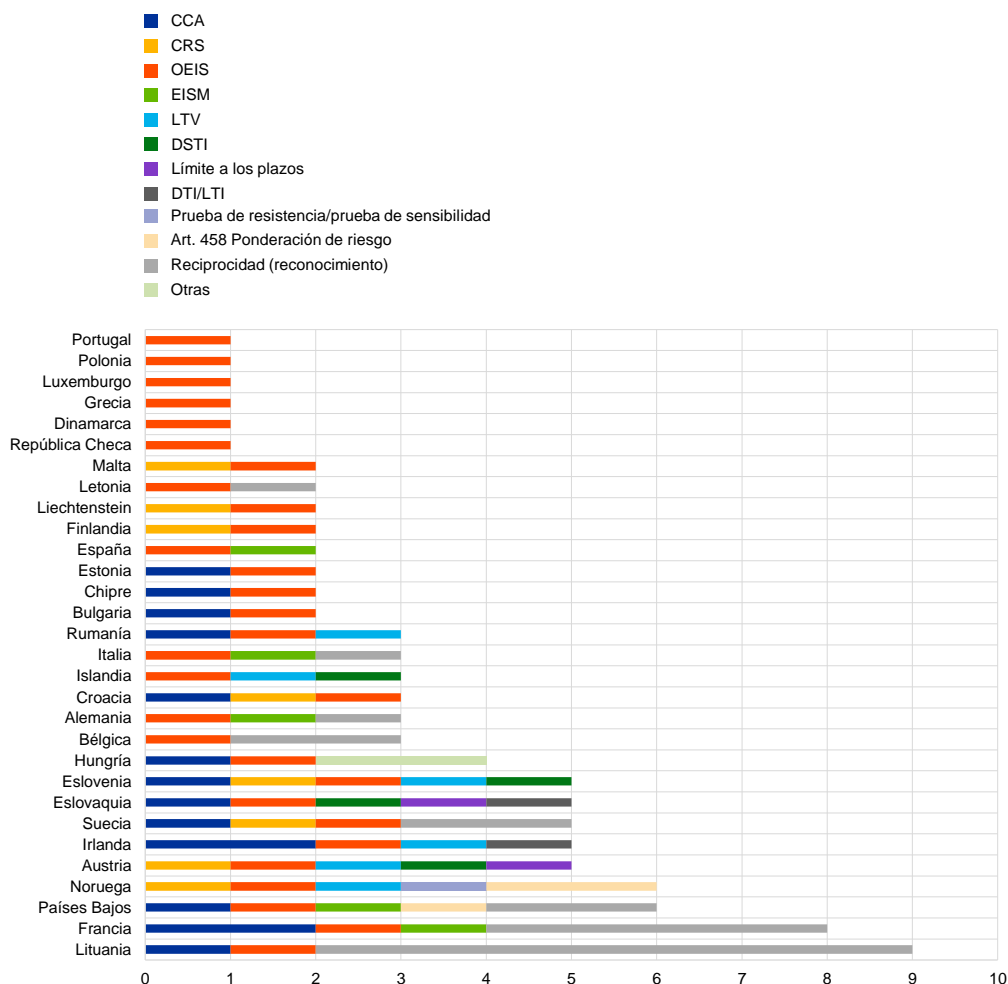
En esta sección se describen las medidas notificadas por los países del EEE a la JERS durante el período analizado³⁷. En consonancia con el amplio mandato de la JERS y dado que su perspectiva abarca todo el EEE, la institución actúa como plataforma de información sobre las medidas macroprudenciales adoptadas por sus países miembros. Varias medidas notificadas a la JERS se publicaron en su sitio web, y en esta sección se han ordenado por tipo de instrumento.

³⁷ Se refiere a las medidas notificadas y anunciadas durante el período analizado, es decir, entre el 1 de abril de 2022 y el 31 de marzo de 2023.



Gráfico 10

Notificaciones recibidas por la JERS entre abril de 2022 y marzo de 2023, por tipo de medida y por país



Fuente: JERS.

Notas: Solo se han incluido las medidas adoptadas o anunciadas públicamente durante el período analizado y antes de la fecha de cierre (31 de marzo de 2023). Las medidas de reciprocidad (reconocimiento) que se muestran son decisiones adoptadas por países para la aplicación recíproca de las medidas de otros países. CCA: colchón de capital anticíclico, CRS: colchón contra riesgos sistémicos, OEIS: colchón para otras entidades de importancia sistémica, EISM: colchón para entidades de importancia sistémica mundial, LTV: límite a la ratio principal del préstamo/valor de la garantía, DSTI: límite a la ratio de servicio de la deuda sobre ingresos, DTI/LTI: límites a las ratios de deuda sobre ingresos y de principal del préstamo sobre ingresos.

3.1 Descripción de las medidas

Durante el período analizado, los países del EEE endurecieron las políticas macroprudenciales, en particular los colchones de capital. Varios países adoptaron nuevas medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios o endurecieron las existentes, ya sea de forma generalizada o para un grupo específico de prestatarios. En algunos casos, estas medidas se relajaron para algunos subgrupos de prestatarios. Los porcentajes de colchón de capital anticíclico (CCA) aumentaron en todo el EEE en el período considerado en este informe, y



varios países activaron el colchón por primera vez o incrementaron más el porcentaje. Cuatro países introdujeron nuevos colchones contra riesgos sistémicos: tres de ellos los utilizaron para hacer frente a los riesgos sectoriales en los mercados inmobiliarios y el cuarto impuso un CRS para todas las exposiciones domésticas. Por último, dos países prorrogaron la aplicación de medidas nacionales más estrictas vigentes (con arreglo al artículo 458 del Reglamento de Requerimientos de Capital [RRC]³⁸).

3.2 Colchón de capital anticíclico

Durante el período analizado, trece países anunciaron aumentos de sus porcentajes de CCA para ayudar a contrarrestar los riesgos cíclicos. Francia e Irlanda reaccionaron con incrementos graduales de sus porcentajes de colchón y en ambos casos se alcanzó el 1 % en dos fases. Bulgaria, Croacia, Estonia, Lituania, Rumanía, Eslovaquia y Suecia ajustaron sus porcentajes una vez. Chipre, Hungría, Países Bajos y Eslovenia activaron su CCA por primera vez con un porcentaje del 0,5 %, el 0,5 %, el 1 % y el 0,5 %, respectivamente.

Algunos de estos incrementos no obedecieron a un aumento de los riesgos sistémicos de carácter cíclico, sino al uso del concepto de porcentajes de CCA neutrales positivos en algunos países. Cada vez son más los países que están empezando a aplicar un porcentaje de CCA neutral positivo para asegurar que se dispone de capital suficiente para su utilización en caso de que se produzca una perturbación sistémica inesperada. Chipre, República Checa, Estonia, Irlanda, Lituania, Países Bajos y Suecia han anunciado que tienen previsto aplicar un porcentaje de CCA positivo en un entorno intermedio de riesgos cíclicos.

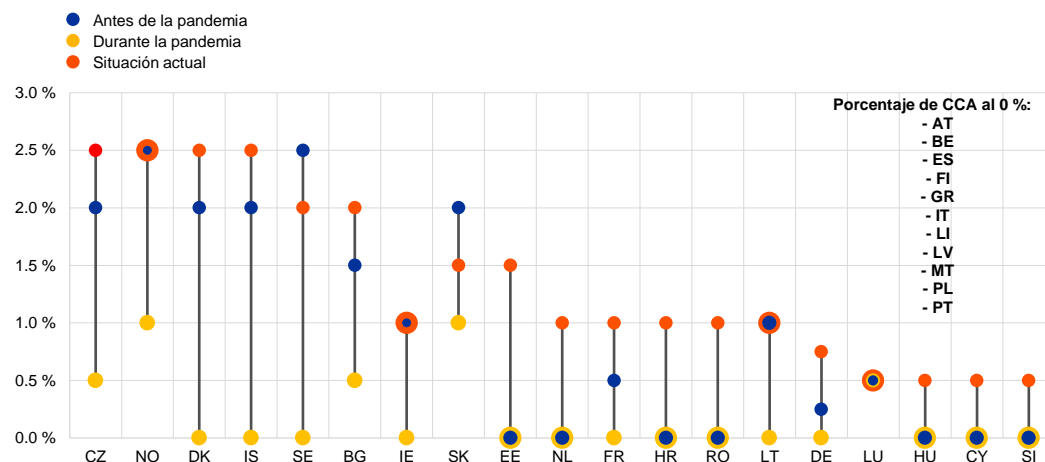
Al final del período analizado (31 de marzo de 2023), un total de 19 países habían anunciado o aplicaban un porcentaje de CCA positivo, entre ellos 17 que mantuvieron o aumentaron los porcentajes del colchón con respecto a los niveles anteriores a la pandemia. Irlanda, Lituania y Noruega restablecieron sus porcentajes de CCA en las cotas prepandemia (1 %, 1 % y 2,5 %, respectivamente), mientras que Bulgaria, Croacia, Chipre, República Checa, Dinamarca, Estonia, Francia, Alemania, Hungría, Islandia, Países Bajos, Rumanía y Eslovenia los incrementaron hasta niveles superiores a los aplicables antes de la pandemia. En Luxemburgo, el CCA se ha mantenido sin variación, en el 0,5 %, desde que este porcentaje se anunció a finales de 2019. Eslovaquia aumentó su porcentaje de CCA hasta el 1,5 % y Suecia hasta el 2 % (frente a los niveles prepandemia del 2 % y el 2,5 %, respectivamente).

³⁸ Reglamento (UE) n° 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° 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).



Gráfico 11

Porcentajes de CCA en los países del EEE



Fuente: JERS.

Nota: «Antes de la pandemia» se refiere al período hasta el primer trimestre de 2020; «Durante la pandemia» hace referencia al comprendido entre el primer trimestre de 2020 y el cuarto trimestre de 2021 (ambos inclusive); «Situación actual» abarca el período a partir del primer trimestre de 2022 y tiene en cuenta las medidas relativas al CCA ya anunciadas, que entrarán en vigor en el futuro.

Las normas de capital de la UE para las entidades de crédito también permiten fijar porcentajes de CCA para las exposiciones frente a terceros países.

Dado el número tan elevado de terceros países a los que se podría aplicar esta medida, la JERS, el BCE y los Estados miembros de la UE comparten la responsabilidad de esta tarea y se centran en identificar y hacer un seguimiento únicamente de los países frente a los que el sistema bancario del EEE en su conjunto, o cualquier país del EEE, tiene exposiciones materiales. Para implantar un enfoque coherente en toda la UE, la JERS explicó los detalles de su enfoque en una recomendación y una decisión³⁹. En concreto, la JERS establece la lista de terceros países materiales para el sistema bancario del conjunto del EEE y realiza un seguimiento de la evolución de esos países. Desde 2020, la muestra identificada —las entidades cuyas exposiciones frente a terceros países se tienen en cuenta— se ha ampliado para incluir todo el EEE, no solo la UE⁴⁰.

Durante el período analizado, la JERS revisó la lista de terceros países materiales que había elaborado en 2021 para el conjunto del EEE y no la modificó.

Por tanto, la lista de terceros países materiales publicada en 2022 incluye a Brasil, China, Hong Kong, México, Rusia, Singapur, Suiza, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos. En consonancia con la Recomendación JERS/2015/1, los países del EEE identificaron terceros países que eran materiales desde la perspectiva de sus sistemas bancarios nacionales y revisaron sus listas en 2022 basándose en sus respectivas metodologías.

³⁹ 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) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 1) y Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre la determinación de la importancia de terceros países para el sistema bancario de la Unión en cuanto al reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico (JERS/2015/3) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 23).

⁴⁰ La definición de tercer país en la Decisión JERS/2015/3 (es decir, cualquiera que no forme parte del EEE), junto con el hecho de que las herramientas macroprudenciales de la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC) y del Reglamento de Requerimientos de Capital (RRC) son aplicables en Islandia, Liechtenstein y Noruega desde el 1 de enero de 2020, hizo necesario incluir a todos los países del EEE en la muestra identificada. Véase 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).



3.3 Colchón contra riesgos sistémicos

Liechtenstein, Malta y Eslovenia introdujeron CRS sectoriales para abordar las vulnerabilidades relacionadas con el mercado inmobiliario y el sector hogares. Liechtenstein modificó su calibración y el ámbito de aplicación de su CRS vigente, que pasó de ser aplicable a todas las exposiciones de entidades seleccionadas a aplicarse a las exposiciones sectoriales de todas las entidades. Dicho colchón se introdujo en mayo de 2022 y se fijó en el 1 %. Ahora se aplica a todas las entidades autorizadas en Liechtenstein para las exposiciones minoristas frente a personas físicas garantizadas por inmuebles residenciales situados en ese país, y por todas las exposiciones frente a personas jurídicas garantizadas por hipotecas sobre inmuebles comerciales ubicados en Liechtenstein. Malta activó un CRS sectorial que se aplica a las hipotecas concedidas a personas físicas en el país garantizadas por inmuebles residenciales ubicados en él. A partir del 30 de septiembre de 2023 resulta de aplicación un porcentaje del 1 % que se elevará hasta el 1,5 % a partir del 31 de marzo de 2024. Eslovenia introdujo un nuevo CRS sectorial, que se fija en el 1 % para todas las exposiciones minoristas frente a personas físicas garantizadas por bienes inmuebles residenciales y en el 0,5 % para todas las demás exposiciones frente a personas físicas.

En marzo de 2023, Finlandia activó un nuevo CRS para todas las exposiciones de todas las entidades de crédito autorizadas en dicho país. El porcentaje de colchón aplicable es del 1 %. La calibración se basa en el resultado de las pruebas de resistencia. La decisión de activar el colchón se debió a los mayores niveles de riesgo que señalaban los indicadores en comparación con otros Estados miembros y en relación con los datos históricos finlandeses, que indicaban una amenaza para la estabilidad del sistema financiero de Finlandia, particularmente como consecuencia del elevado tamaño del sector bancario en relación con el PIB, de las conexiones transfronterizas y de las exposiciones a riesgos vinculadas a los préstamos hipotecarios y al crédito inmobiliario, así como del nivel total de deuda de los hogares.

3.4 Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)

Con efectos desde el 1 de enero de 2023, en el EEE se identificaron 182 otras entidades de importancia sistémica (OEIS), seis más que el año anterior. El porcentaje de colchón para OEIS más bajo aplicable a esas entidades se situó en el 0,25 %⁴¹ y el más elevado, en el 3 %. La heterogeneidad observada desde hace tiempo en la fijación del porcentaje de colchón para OEIS se mantuvo, es decir, las autoridades de los distintos países aplicaron porcentajes de colchón diferentes a entidades de crédito con puntuaciones de importancia sistémica similares. Como indicó la JERS⁴², esta heterogeneidad no se explica en su totalidad por especificidades económicas o del sector financiero, como el tamaño del sector bancario en relación con el PIB o las posiciones de los Estados miembros en el ciclo financiero.

En cinco países del EEE se identificaron ocho entidades de importancia sistémica mundial (EISM) para 2023. De conformidad con la lista de entidades de importancia sistémica mundial

⁴¹ En 2022 se aplicó un colchón para OEIS del 0 % a una entidad de crédito en Lituania. Esta entidad se considera OEIS desde 2022 y deberá mantener un colchón del 1 % a partir del 1 de julio de 2023.

⁴² «Review of the EU Macprudential Framework for the Banking Sector: Response to the call for advice», JERS, marzo de 2022, p. 32.



(EISM) publicada en noviembre de 2021 por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), se identificaron cuatro EISM en Francia, y una en Alemania, Italia, Países Bajos y España, respectivamente. A seis de los ocho grupos bancarios se les asignó un porcentaje de colchón para EISM del 1 % y a los otros dos del 1,5 %. No se modificaron ni la lista de entidades identificadas ni los porcentajes aplicados a cada una con respecto al año anterior.

3.5 Medidas de ponderación de riesgo

El 8 de agosto de 2022, el De Nederlandsche Bank (DNB) notificó a la JERS su intención de prorrogar el período de aplicación de una medida macroprudencial nacional más estricta vigente relativa a las ponderaciones de riesgo para hacer frente a las burbujas de activos en el sector inmobiliario residencial de ese país. La medida, que inicialmente se activó el 1 de enero de 2022, impone un nivel mínimo de ponderación media de riesgo para el cálculo de los requerimientos de capital regulatorio aplicable a las exposiciones frente a personas físicas garantizadas por hipotecas sobre inmuebles residenciales situados en los Países Bajos, con arreglo al artículo 458, apartado 2, letra d), inciso iv), del RRC. El requerimiento más estricto se aplica a las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés) para calcular sus requerimientos de capital regulatorio. El nivel mínimo de ponderación media de riesgo impuesto a la cartera es la media ponderada de las ponderaciones de riesgo de las exposiciones individuales. El nivel mínimo de ponderación de riesgo de cada exposición individual que se incluye en el ámbito de aplicación de la medida se calcula de la siguiente manera: i) se asigna una ponderación de riesgo del 12 % a la parte del préstamo que no supere el 55 % del valor de mercado del inmueble que sirve de garantía y ii) se asigna una ponderación de riesgo del 45 % a la parte restante. Al diferenciar el nivel mínimo de ponderación media de riesgo en función de la ratio LTV de una hipoteca, la medida va dirigida específicamente a una fuente importante de riesgo sistémico en los Países Bajos: la alta exposición de las entidades de crédito de ese país a préstamos con ratios LTV elevadas. La medida original se aplicó hasta el 30 de noviembre de 2022, pero con la prórroga seguirá vigente dos años más, desde el 1 de diciembre de 2022 hasta el 30 de noviembre de 2024. De conformidad con el artículo 458, apartados 4 y 9, del RRC, la JERS remitió un dictamen al Consejo, a la Comisión Europea y a los Países Bajos el 6 de septiembre de 2022. La JERS consideró que la medida para la que se proponía la prórroga contribuiría a reforzar la capacidad de resistencia de las entidades de crédito de los Países Bajos ante cualquier materialización de riesgos sistémicos en el mercado inmobiliario residencial nacional y, por tanto, debía prorrogarse. La JERS también estimó que sería apropiado mantener la calibración de la medida sin modificarla, en un contexto de crecientes vulnerabilidades relacionadas con el mercado inmobiliario residencial neerlandés, dado que las perspectivas económicas generales se estaban deteriorando. También señaló que los instrumentos macroprudenciales alternativos enumerados en el artículo 458 del RRC serían menos adecuados o eficaces para hacer frente al riesgo en cuestión. En términos generales, la JERS consideró que la prórroga de la medida no tendría efectos adversos desproporcionados en la totalidad o en parte del sistema financiero de otros Estados miembros o del conjunto de la UE.

El 16 de diciembre de 2022, el Ministerio de Finanzas noruego notificó a la JERS su decisión de prorrogar su porcentaje mínimo de ponderación de riesgo vigente para hacer frente a las burbujas de activos en el sector inmobiliario residencial y comercial, con arreglo al artículo 458, apartado 10, del RRC. La medida se aplicó inicialmente con efectos a partir del 31 de diciembre de 2020 debido al aumento del riesgo sistémico derivado de los altos niveles de



deuda de los hogares y de las empresas, y de las notables subidas de los precios de los inmuebles. Desde entonces, los precios de la vivienda han continuado incrementándose y la deuda se ha concentrado más en los hogares con ratios DTI elevadas. El mercado inmobiliario comercial se ha visto afectado por la creciente incertidumbre provocada por el impacto a largo plazo de la pandemia de COVID-19, por el aumento de los riesgos geopolíticos y climáticos, y por el deterioro de las perspectivas económicas. Teniendo en cuenta estos riesgos, los porcentajes mínimos de ponderación de riesgo establecidos previamente siguen considerándose suficientes (20 % para las exposiciones al sector inmobiliario residencial y 35 % para las exposiciones al sector inmobiliario comercial de Noruega). Los porcentajes mínimos de ponderación de riesgo se aplican a todas las entidades de ese país con exposiciones relevantes que utilicen el método IRB. Está previsto que la medida siga en vigor durante dos años como mínimo. Como el aumento resultante de las ponderaciones de riesgo fue inferior al 25 %, la JERS no tuvo que emitir un dictamen, de conformidad con el artículo 458, apartado 10, del RRC.

3.6 Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios

En un contexto de aumento de las vulnerabilidades en el mercado inmobiliario, siete países ajustaron sus medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios. Las autoridades nacionales adoptaron una amplia variedad de medidas, entre ellas la introducción y la modificación de límites a las ratios LTV, DTI, DSTI, LTI y a los plazos de los préstamos. En algunos países se endurecieron las medidas de este tipo vigentes, ya sea de forma generalizada o para un grupo específico de prestatarios, mientras que en otros se relajaron para algunos subgrupos de prestatarios.

Austria introdujo varias medidas nuevas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios que son legalmente vinculantes desde el 1 de agosto de 2022. Con el fin de hacer frente a los riesgos sistémicos derivados de los préstamos para vivienda concedidos a los hogares, Austria estableció las siguientes medidas: un límite máximo del 90 % para la LTV (quedan exentos del límite un máximo del 20 % de los nuevos préstamos otorgados en un período de seis meses), un límite máximo del 40 % para las ratios DSTI (quedan exentos del límite un máximo del 10 % de los nuevos préstamos concedidos en un período de seis meses) y un límite máximo de 35 años para los plazos de los préstamos (quedan exentos del límite un máximo del 5 % de los nuevos préstamos otorgados en un período de seis meses). El objetivo que persiguen las exenciones es alcanzar un equilibrio entre la necesidad de reducir la acumulación de riesgos sistémicos y la necesidad de ofrecer a las entidades de crédito la flexibilidad operativa adecuada.

Considerando los límites que se aplican a la colateralización de hipotecas, varios países anunciaron cambios en sus límites actuales a la LTV. Rumanía redujo sus límites a la LTV legalmente vinculantes en 10 puntos porcentuales, hasta el 50 %-75 %⁴³, para los préstamos otorgados a particulares para adquirir inmuebles no destinados a su uso propio como vivienda. Eslovenia introdujo una medida similar: la ratio LTV máxima recomendada se redujo del 80 % al 70 % para los prestatarios que no compran vivienda por primera vez. Islandia bajó el límite a la LTV para los que adquieren vivienda por primera vez, desde el 90 % hasta el 85 %. Irlanda aumentó el límite a la LTV para los compradores de segunda vivienda o siguientes, que pasó del

⁴³ El nivel exacto dentro de este intervalo depende de la moneda del préstamo.



80 % al 90 %, pero no modificó el límite aplicado a otros prestatarios. En Noruega, el límite específico a la LTV del 60 % para los préstamos garantizados para segunda vivienda en Oslo dejó de estar en vigor el 1 de enero de 2023, y ahora se aplica el límite general del 85 % a todos los préstamos.

En cuanto a las medidas relacionadas con la renta de los prestatarios, también se introdujeron cambios en los límites y en los métodos de cálculo. Islandia modificó el método de cálculo de su límite a la DSTI para los préstamos hipotecarios, introduciendo tipos de interés mínimos obligatorios y plazos máximos obligatorios que deben utilizarse para calcular el límite. Irlanda incrementó su límite a la LTI, del 3,5 al 4, para los que compran vivienda por primera vez. También modificó la proporción de préstamos que pueden superar los límites a la LTV y la LTI, que ahora se aplican a nivel de tipo de prestatario (por ejemplo, los que compran vivienda por primera vez) en lugar de ser un límite individual (por ejemplo, LTI de los que compran vivienda por primera vez). Noruega cambió su requisito sobre la capacidad para atender el pago de la deuda, de modo que los prestamistas deben asegurarse de que el cliente dispone de fondos suficientes para cubrir los gastos recurrentes tras una subida de los tipos de interés de al menos 3 puntos porcentuales y con un tipo de interés mínimo del 7 %. Anteriormente se exigía cubrir esos gastos después de un incremento de los tipos de interés de 5 puntos porcentuales, como mínimo. Eslovaquia endureció su límite a la DTI gradualmente para los prestatarios de más de 40 años, en los casos en los que el plazo del préstamo supere la edad de jubilación del prestatario. Al mismo tiempo, redujo el límite a la DSTI y el límite a los plazos de los «préstamos verdes para consumo». Eslovenia modificó ligeramente las condiciones en las que se permiten desviaciones con respecto a la DSTI máxima: antes, incluso los préstamos que podían desviarse del límite a la DSTI tenían que cumplir la condición de que el consumidor se quedase al menos con el 76 % del salario mínimo bruto tras considerar los costes del servicio de la deuda. Con el fin de mejorar la disponibilidad de crédito para las personas con rentas bajas, esta condición ya no se aplica a esos préstamos. El objetivo es compensar el aumento de los riesgos relacionados con este cambio introduciendo simultáneamente el CRS sectorial.

3.7 Otras medidas

Por lo que respecta a las medidas dirigidas a hacer frente a los riesgos de financiación de las entidades de crédito, Hungría modificó su Reglamento sobre la ratio de adecuación de la financiación hipotecaria (MFAR, por sus siglas en inglés), diseñado para reducir los desfases de vencimiento de las entidades. La principal modificación del Reglamento fue incluir los bonos hipotecarios y los préstamos de refinanciación denominados en moneda extranjera (con limitaciones) en el cálculo de la MFAR a partir del 1 de julio de 2022. Anteriormente, solo se admitía la financiación basada en hipotecas denominada en forintos húngaros (HUF). Al mismo tiempo, el endurecimiento de las medidas que originalmente estaba previsto que entrasen en vigor el 1 de octubre de 2022 se aplazó un año en abril de 2022. Estas medidas incluían aumentar el nivel mínimo requerido de la MFAR, limitar la propiedad cruzada de las entidades de crédito y exigir la cotización de todos los bonos hipotecarios en un mercado de valores. Estas medidas más restrictivas se volvieron a posponer en diciembre de 2022 por un período indefinido, debido a la creciente incertidumbre macroeconómica y de los mercados financieros causada por la inflación y las tensiones geopolíticas generadas por la guerra en Ucrania.



La JERS también puede recibir notificaciones de las autoridades nacionales competentes cuando actúan para hacer frente a los riesgos relacionados con los fondos del mercado monetario (FMM) o los fondos de inversión alternativos (FIA). Con arreglo al **artículo 43, apartado 3, del Reglamento 2017/1131 sobre fondos del mercado monetario**⁴⁴, las autoridades nacionales competentes están obligadas a comunicar a la JERS información relevante con vistas a vigilar y reaccionar a las consecuencias que puedan derivarse de la actividad de los FMM, ya sea individualmente o de forma colectiva, para la estabilidad de las entidades financieras con importancia sistémica y para el funcionamiento ordenado de los mercados en los que los FMM desarrollan su actividades. De conformidad con el **artículo 25, apartado 3, de la AIFMD**, también es obligatorio notificar a la JERS cuando las autoridades competentes fijan límites al nivel de apalancamiento a que esté autorizado a recurrir un gestor de FIA u otras restricciones en materia de gestión del FIA a fin de limitar la incidencia del apalancamiento en la generación de un riesgo sistémico en el sistema financiero o de riesgos de perturbación de los mercados.

Durante el período analizado, la JERS recibió por primera vez notificaciones relacionadas con los fondos de inversión. En abril de 2022, de conformidad con el **artículo 43, apartado 3, del Reglamento sobre FMM**, el regulador de los mercados financieros de Francia (Autorité des Marchés Financiers, AMF) informó a la JERS de la suspensión de un FMM. Esta suspensión se debió a las incertidumbres sobre la valoración del fondo resultantes de las considerables exposiciones a instrumentos financieros emitidos por Gazcapital, filial de Gazprom. En noviembre de 2022, el Central Bank of Ireland (CBI) informó a la JERS de su intención de imponer límites al apalancamiento con arreglo al **artículo 25, apartado 3, de la AIFMD**. La medida limita al 60 % la ratio de deuda total de un fondo en relación con los activos totales y se aplica a los FIA establecidos en Irlanda en los que al menos el 50 % de los activos gestionados se invierten directa o indirectamente en activos inmobiliarios irlandeses. El 23 de noviembre de 2022, la ESMA emitió un comunicado de asesoramiento⁴⁵ en el que respalda la medida propuesta. Además de la notificación, el CBI anunció la introducción de orientaciones para limitar el desajuste de liquidez de los fondos inmobiliarios irlandeses. Establece un período obligatorio de al menos doce meses entre el momento en el que el inversor presenta una solicitud de reembolso y el momento en el que recibe los fondos reembolsados. Las medidas propuestas por el CBI fueron debatidas en la reunión del Comité Técnico Consultivo (CTC) de la JERS celebrada en noviembre y por la Junta General en diciembre en el contexto de la Recomendación de la JERS sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del EEE (sección 2.1.1).

3.8 Reciprocidad

La reciprocidad debería asegurar que la misma medida macroprudencial se aplica a todas las entidades financieras en la UE que estén expuestas al riesgo que aborda la medida, con independencia de dónde estén situadas. Las medidas macroprudenciales adoptadas en un Estado miembro suelen aplicarse únicamente a las exposiciones de las entidades financieras con domicilio en ese Estado. Por tanto, en general, esas medidas no se aplican a las exposiciones que tienen las entidades financieras de otros Estados miembros a través de sucursales o a las exposiciones de crédito directo transfronterizo. La reciprocidad es el instrumento que garantiza que

⁴⁴ **Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario (DO L 169 de 30.6.2017, p. 8).**

⁴⁵ **ESMA advice of 23 November 2022 on a proposed measure by the Central Bank of Ireland under Article 25 of the Directive.**



esas medidas se apliquen también a las exposiciones de esas otras entidades financieras, que, en ausencia de este instrumento, no estarían cubiertas. La reciprocidad se produce cuando la autoridad pertinente del Estado miembro que opta por la reciprocidad aplica una medida macroprudencial que es igual o equivalente a la medida del Estado miembro que la activó para hacer frente a un riesgo relacionado con una exposición específica. La aplicación recíproca de medidas macroprudenciales aumenta la eficacia y la coherencia de la política macroprudencial en la UE y contribuye a asegurar la igualdad de condiciones en el mercado único. A finales de 2015, la JERS estableció un **marco de reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial**. En dicho marco se sientan las bases de un enfoque coordinado para la reciprocidad de las medidas macroprudenciales, dado que la legislación de la UE no contempla su reconocimiento obligatorio. Este proceso de reciprocidad se inicia por medio de una solicitud formal que la autoridad que activó la medida inicial presenta a la JERS. Si se considera justificado, la JERS emitirá una recomendación para la aplicación recíproca de la medida.

En consonancia con este marco de reciprocidad, la JERS recomendó la aplicación recíproca de un CRS sectorial establecido por el Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique y notificado el 11 de enero de 2022. La medida tiene por objeto evitar y mitigar los riesgos macroprudenciales o sistémicos derivados de las exposiciones IRB garantizadas por inmuebles residenciales situados en Bélgica. La medida supone la aplicación de un porcentaje de CRS del 9 % para todas las exposiciones minoristas IRB frente a personas físicas garantizadas por estos inmuebles. Para impedir que se materialicen efectos transfronterizos negativos en forma de fugas y arbitraje regulatorio que podrían derivarse de la aplicación de la medida de política macroprudencial que entrará en vigor en Bélgica, la JERS recomendó la reciprocidad de la medida con un umbral de materialidad específico por entidad de 2 mm de euros.

La JERS también recomendó aplicar la reciprocidad de un CRS sectorial para todas las exposiciones en Alemania garantizadas por inmuebles residenciales. El 10 de marzo de 2022, BaFin notificó a la JERS su solicitud de reciprocidad con respecto a un CRS sectorial para las exposiciones al sector inmobiliario residencial. En el caso de las entidades de crédito que utilizan el método IRB, se aplica un CRS sectorial del 2 % a todas las exposiciones frente a personas físicas y jurídicas garantizadas por inmuebles residenciales situados en Alemania, mientras que para las entidades que usan el método estándar este porcentaje se aplica a la parte íntegra y totalmente garantizada de esas exposiciones. Para impedir que se materialicen efectos transfronterizos negativos en forma de fugas y arbitraje regulatorio que podrían derivarse de la aplicación de la medida de política macroprudencial que entrará en vigor en Alemania, la JERS recomendó la reciprocidad de la medida con un umbral de materialidad específico por entidad de 10 mm de euros.

Por último, la JERS decidió seguir recomendando la reciprocidad de tres medidas con arreglo al artículo 133 de la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC) y el artículo 458 del RRC que se han prorrogado dos años más y que fueron notificadas el 16 de diciembre de 2022 por el Ministerio de Finanzas noruego. Las medidas incluyen: i) un CRS para todas las exposiciones situadas en Noruega; ii) un nivel mínimo de ponderación media de riesgo (ponderada por exposición) aplicable a las exposiciones a inmuebles residenciales ubicados en Noruega de las entidades de crédito que utilizan el método IRB, y iii) un nivel mínimo de ponderación media de riesgo (ponderada por exposición) aplicable a las exposiciones a inmuebles comerciales situados en Noruega de dichas entidades IRB. Con el fin de: i) evitar la materialización de efectos transfronterizos negativos en forma de fugas y arbitraje regulatorio que podrían derivarse de la



aplicación de las medidas de política macroprudencial aplicadas en Noruega y ii) preservar la igualdad de condiciones entre las entidades de crédito del EEE, la JERS decidió continuar recomendando la reciprocidad de las medidas y modificar ligeramente los parámetros de la recomendación para la aplicación recíproca del CRS. De conformidad con la solicitud del Ministerio de Finanzas noruego, el umbral de materialidad para la reciprocidad del CRS se redujo y se fijó un importe de exposiciones ponderadas de riesgo de 5 mm de coronas noruegas (NOK).



4 Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas

En esta sección se describen las medidas adoptadas para mejorar la rendición de cuentas de la JERS. En primer lugar, se analizan los resultados de las evaluaciones del cumplimiento de recomendaciones de la JERS llevadas a cabo durante el período analizado. En segundo lugar, se da cuenta de la información presentada por la JERS al Parlamento Europeo y se describen algunas de las conferencias y seminarios organizados por la institución durante el período analizado.

4.1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS

Los avisos y recomendaciones son las principales herramientas de que dispone la JERS para cumplir el fin de prevenir y mitigar los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera.

Las recomendaciones de la JERS contienen indicaciones para la adopción de medidas correctoras y fijan los plazos para su aplicación por parte de los destinatarios. Las recomendaciones no son legalmente vinculantes, pero están sujetas al mecanismo de «cumplir o explicar» conforme al **artículo 17 del Reglamento de la JERS**. Esto significa que los destinatarios de las recomendaciones —es decir, la UE en su conjunto, los Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), las autoridades nacionales, las autoridades designadas, las autoridades de resolución, el BCE, la Junta Única de Resolución (JUR) 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.

En los últimos años, la JERS ha emitido varias recomendaciones sobre distintas fuentes de riesgo sistémico intersectorial y de sectores concretos. Como reflejo de esta diversidad de temas, la JERS evalúa el cumplimiento de cada recomendación mediante equipos de evaluación especializados que se crean bajo los auspicios del Comité Técnico Consultivo (CTC). Cada equipo de evaluación está integrado por expertos de las instituciones miembros de la JERS. Para que la aplicación de las medidas de la JERS sea efectiva es fundamental evaluar el cumplimiento de sus recomendaciones.

Los equipos de evaluación observaron un alto grado de cumplimiento de las recomendaciones de la JERS evaluadas durante el período analizado. Entre abril de 2022 y marzo de 2023, los equipos de evaluación llevaron a término cuatro evaluaciones del cumplimiento de recomendaciones de la JERS⁴⁶. En la mayoría de los casos se determinó que los destinatarios

⁴⁶ En el sitio web de la JERS pueden consultarse los informes de cumplimiento de la **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) 2021/C 27/01 (DO C 27 de 25.1.2021, p. 1)**, de la **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/2020/6) 2020/C 238/01 (DO C 238 de 20.7.2020, p. 1)**, de la **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) (DO C 271 de 13.8.2019, p. 1)** y de la **Recomendación de la Junta 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) (OD C 97 de 12.3.2016, p. 1)**.



habían cumplido íntegramente la recomendación (*fully compliant*), habían explicado suficientemente la inacción (*sufficiently explained*) o habían cumplido la mayor parte de la recomendación (*largely compliant*).

El informe de cumplimiento de la **Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles**, modificada por la **Recomendación JERS/2019/3**, muestra que los 30 países del EEE cuentan con un marco de seguimiento de riesgos para el sector inmobiliario comercial doméstico. Se determinó que la mayoría de los destinatarios cumplían íntegramente o la mayor parte de los requisitos establecidos en la recomendación y que ya disponían, o dispondrán, de la mayoría de los indicadores de riesgo del sector inmobiliario comercial pertinentes y de los desgloses correspondientes en línea con la recomendación, lo que pone en evidencia que el citado marco y la disponibilidad de indicadores de riesgo relativos a este sector han evolucionado de forma significativa. Asimismo, la evaluación puso de manifiesto que las medidas adoptadas por Eurostat contribuirán en último término a sentar las bases para una posible legislación futura de la UE sobre un marco mínimo común para la elaboración de indicadores del mercado físico de bienes inmuebles comerciales.

Las conclusiones del informe de cumplimiento de la **Recomendación JERS/2015/1 sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países** muestran también un alto grado de cumplimiento. La mayoría de los destinatarios utilizó la metodología propuesta por la JERS para evaluar la importancia de terceros países para el sistema bancario de sus respectivos Estados Miembros en cuanto al reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico, realizando pocos ajustes.

El informe de cumplimiento de la **Recomendación JERS/2020/6 sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía** subraya el hecho de que la propuesta de revisión específica del EMIR⁴⁷ elaborada por la Comisión Europea contempla la ampliación del alcance de las pruebas de resistencia de liquidez (artículo 44, apartado 1, del EMIR) en línea con la recomendación, contribuyendo así a la consecución de sus objetivos. Con arreglo a la propuesta, las pruebas de resistencia de liquidez deberán reflejar el riesgo de liquidez generado por el impago de al menos las dos entidades frente a las que las ECC tengan las mayores exposiciones, incluidos los miembros compensadores y los proveedores de servicios de liquidez.

Por último, las conclusiones generales del informe de cumplimiento de la **Recomendación JERS/2020/7 sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19**, modificada por la **Recomendación JERS/2020/15**, indican que las autoridades competentes adoptaron las medidas necesarias para garantizar que las entidades de todo el sector financiero mantuvieran niveles de capital suficientemente elevados para reducir el riesgo sistémico y contribuir a la recuperación económica, en línea con los objetivos de la recomendación.

Las evaluaciones del cumplimiento de la **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)** y de la **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**

⁴⁷ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 575/2013 y (UE) 2017/1131 por lo que respecta a las medidas para mitigar las exposiciones excesivas frente a entidades de contrapartida central de terceros países y para mejorar la eficiencia de los mercados de compensación de la Unión, COM (2022) 697 final, 2022/0403 (COD), publicada el 7 de diciembre de 2022.



(JERS/2015/2) se llevaron a cabo principalmente durante el período analizado, y se esperaba que los respectivos informes se publicaran en el segundo trimestre de 2023.

De cara al cumplimiento de la **Recomendación JERS/2017/6**, la ESMA compartió con la JERS una nota sobre las prácticas relativas al uso de límites al apalancamiento y la imposición de otras restricciones a la gestión de los FIA en 2022, que se centró en las restricciones al apalancamiento de los FIA inmobiliarios, incluidas las medidas introducidas por el Central Bank of Ireland (sección 3.7).

4.2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

En consonancia con sus obligaciones de rendición de cuentas y de información, la presidenta de la JERS compareció ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON, por sus siglas en inglés) del Parlamento Europeo. Durante el período analizado, la presidenta de la JERS intervino en una audiencia pública ante la ECON el 20 de junio de 2022 y participó en dos reuniones confidenciales con la presidenta y los vicepresidentes de dicha Comisión para analizar los riesgos para la estabilidad financiera.

Durante la audiencia pública, la presidenta de la JERS presentó a los miembros del Parlamento Europeo una evaluación de los riesgos para la estabilidad financiera en la UE, subrayando que la probabilidad y la gravedad de los riesgos de cola habían aumentado de forma ostensible. La presidenta puso de relieve que los cambios en las condiciones financieras en el contexto de la normalización de la política monetaria y la invasión de Ucrania por parte de Rusia estaban afectando a la recuperación de la crisis del COVID-19. Asimismo, expuso ante los miembros del Parlamento Europeo las prioridades estratégicas de la JERS para establecer un marco macroprudencial sólido tanto para los bancos como para las entidades financieras no bancarias. Por lo que se refiere a estas últimas, la presidenta explicó las prioridades de la JERS en relación con las revisiones en curso de la Directiva de Solvencia II y de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés). El Informe Anual de 2021 de la JERS se publicó en esa fecha.

El vicepresidente primero de la JERS, Stefan Ingves, compareció ante la ECON en una audiencia de confirmación el 16 de mayo de 2022. El vicepresidente primero presentó la evaluación de los riesgos para la estabilidad financiera en la UE, incluida una valoración preliminar del impacto de la invasión rusa de Ucrania. Explicó también el papel de la política macroprudencial cuando la economía se ve afectada por una perturbación externa importante e hizo hincapié en que el marco macroprudencial debe tener un marcado enfoque anticíclico. Por último, subrayó la necesidad de avanzar sustancialmente en la mejora de la calidad de los datos, dado que la baja calidad de la información seguía socavando uno de los pilares fundamentales de las reformas posteriores a la crisis: el refuerzo de la transparencia del sistema financiero para los responsables de la elaboración de políticas y los reguladores.

Asimismo, el vicepresidente de la JERS y el jefe de su Secretaría informaron periódicamente al Comité Económico y Financiero sobre la evaluación de los riesgos llevada a cabo por la JERS. El Comité Económico y Financiero es un comité de la UE creado para promover la coordinación de las políticas entre los Estados miembros. Además, el jefe y el



jefe adjunto de la Secretaría de la JERS representaron a la institución de manera regular en las reuniones de las Juntas de Supervisores de las AES.

4.3 Estructura organizativa de la JERS

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 finalizaron los mandatos de Stefan Ingves, vicepresidente primero de la JERS, y de Lars Rhode, miembro nacional del Comité Director, como gobernadores del Sveriges Riksbank y el Danmarks Nationalbank, respectivamente. El 5 de abril de 2023, tras una votación secreta que comenzó el 30 de marzo de 2023, el órgano electoral eligió a Olli Rehn, gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank⁴⁸, como nuevo vicepresidente primero de la JERS y a Christian Kettel Thomsen, gobernador del Danmarks Nationalbank, como nuevo miembro nacional del Comité Director. Además, la Junta General renovó en el cargo de vicepresidenta del CCC a la profesora Lorian Pelizzon (Goethe University Frankfurt) y en el de presidente al profesor Stephen Cecchetti (Brandeis University), y nombró vicepresidente al profesor Thorsten Beck (European University Institute). Por último, en junio de 2022, la Junta General renovó al frente de la presidencia del CTC a Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España.

La Secretaría de la JERS organizó un total de 163 reuniones de la Junta General, el Comité Director, el CCC y el CTC, y de sus principales subestructuras. La Secretaría se ocupa del trabajo diario de la JERS. El jefe de la Secretaría es Francesco Mazzaferro y su jefe adjunto, Tuomas Peltonen. Durante el período considerado, la JERS tenía 22 grupos de trabajo activos.

El BCE presta apoyo a la JERS de diversas maneras. De conformidad con el **Reglamento (UE) n.º 1096/2010 del Consejo**, el BCE asegura el funcionamiento de la Secretaría de la JERS proporcionándole apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. En 2022, el BCE prestó apoyo a la JERS mediante la asignación de 59,5 empleados en términos de puestos de trabajo equivalentes a jornada completa (FTE, por sus siglas en inglés). De estos, 31,7 FTE trabajaron en la Secretaría y 27,8 se dedicaron a otras funciones de apoyo. Los costes directos incurridos por el BCE ascendieron a 9,5 millones de euros, cifra a la que hay que sumar los costes indirectos 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 68,4 FTE para prestar apoyo analítico en el marco de los grupos de trabajo de la JERS y de la presidencia de estos grupos.

4.4 Actos públicos de la JERS

El 20 de junio de 2022, Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España y presidente del CTC, pronunció un discurso en la sexta edición de la «DNB-Riksbank-Bundesbank Macroprudential Conference» centrado en la nota conceptual de la JERS sobre el marco macroprudencial de la UE.

⁴⁸ El 21 de junio de 2023, el gobernador Olli Rehn **anunció** su disposición a presentarse como candidato para las elecciones presidenciales de 2024 en Finlandia. Por ese motivo renunció inmediatamente a sus funciones oficiales en el Suomen Pankki — Finlands Bank.



Los días 24 y 25 de octubre de 2022, la JERS celebró su reunión anual con el **Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores (CEAOB, por sus siglas en inglés) y los auditores legales de las entidades financieras de importancia sistémica mundial (G-SIFI, por sus siglas en inglés) con matriz radicada en la UE**. La **legislación de la UE** dispone que se celebre una reunión para informar a la JERS sobre desarrollos sectoriales o cualquier hecho significativo relacionado con las G-SIFI. La reunión tuvo lugar en formato híbrido y el debate se centró en el impacto de la guerra de Rusia contra Ucrania en los trabajos de auditoría y, sobre todo, en las dificultades iniciales para cumplir las sanciones impuestas a ciudadanos y empresas rusos en la primavera de 2022, debido a su ritmo, magnitud y complejidad. También se hizo referencia a los riesgos climáticos en los estados financieros, en particular en el contexto de las nuevas normas europeas de información sobre sostenibilidad (*European Sustainability Reporting Standards*) con criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), y al papel potencial de los auditores en este ámbito. Por último, en lo que respecta a otros riesgos, en el debate se abordaron los relacionados con los ciberataques.

La sexta Conferencia Anual de la JERS se celebró el 8 de diciembre de 2022 de forma virtual y se centró en la manera de abordar los retos para la estabilidad financiera. La conferencia, cuya **inauguración** corrió a cargo de Christine Lagarde, presidenta de la JERS, incluyó dos paneles. El primero estuvo presidido por Pablo Hernández de Cos (gobernador del Banco de España y presidente del CTC de la JERS) y se focalizó en los **retos de las políticas en el entorno macroeconómico actual**. El segundo panel trató sobre la innovación tecnológica y el riesgo sistémico, y lo presidió Cecilia Skingsley (responsable del BIS Innovation Hub, Banco de Pagos Internacionales). También se pronunciaron dos discursos: el primero, a cargo de Daron Acemoglu (Institute Professor del Massachusetts Institute of Technology), se tituló «**Can we have a better future for work, wages and democracy?**», y el segundo, titulado «**Macroprudential policy: Where do we come from and what's next?**», fue pronunciado por Stefan Ingves (gobernador del Sveriges Riksbank y vicepresidente primero de la JERS). Por último, Francesco Mazzaferro, en su calidad de jefe de la Secretaría de la JERS, pronunció las **palabras de clausura** de la conferencia. La **grabación de la conferencia** está disponible en el sitio web de la JERS.

Cada año, el CCC concede 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 se creó en 2014 en memoria de Ieke van den Burg, miembro del CCC (2011-2014) y del Parlamento Europeo (1999-2009), y en 2022 recayó en Antonio Coppola y Thomas Krön por sus respectivos trabajos titulados «**In safe hands: The financial and real impact of investor composition over the credit cycle**» y «**Payout restrictions and bank risk-shifting**».



Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2022 y el 31 de marzo de 2023

Documentos de Trabajo

The externalities of fire sales: evidence from collateralized loan obligations
01/03/2023

Financial fragility in open-ended mutual funds: the role of liquidity management tools
01/03/2023

Corrective regulation with imperfect instruments
28/09/2022

The effect of structural risks on financial downturns
28/09/2022

Macroprudential policy and the role of institutional investors in housing markets
15/08/2022

Interbank credit exposures and financial stability
15/08/2022

Are fund managers rewarded for taking cyclical risks?
01/07/2022

Housing and credit misalignments in a two-market disequilibrium framework
01/07/2022

Documentos Ocasionales

The market for short-term debt securities in Europe: what we know and what we do not know
01/12/2022

The economics of debt relief during a pandemic: lessons from the experience in Ireland
01/04/2022



Informes de la JERS

Advancing macroprudential tools for cyber resilience

14/02/2023

Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector

25/01/2023

Fiscal support and macroprudential policy - Lessons from the COVID-19 pandemic

21/11/2022

Issues note on macroprudential aspects of trade credit insurance

30/08/2022

The macroprudential challenge of climate change

26/07/2022

EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2022

15/07/2022

Monitoring systemic risks in the EU securitisation market

01/07/2022

Risk dashboards

ESRB risk dashboard, noviembre de 2022 (número 42)

Annex I

Annex II

08/12/2022

ESRB Risk Dashboard, septiembre de 2022 (número 41)

Annex I

Annex II

29/09/2022

ESRB risk dashboard, junio de 2022 (número 40)

Annex I

Annex II

30/06/2022

Pruebas de resistencia

Macro-financial scenario for the 2023 EU-wide banking sector stress test (actualizado el 20 de marzo de 2023)

20/03/2023



Adverse scenario for the European Securities and Markets Authority's money market fund stress testing guidelines in 2022

30/11/2022

Climate scenario for the European Insurance and Occupational Pensions Authority's EU-wide pension and fund stress test in 2022

04/04/2022

Dictámenes

Opinion of the European Systemic Risk Board of 15 November 2022 regarding the existing systemic risk buffer pursuant to Article 133 and the Norwegian notification of the setting or resetting of an O-SII buffer pursuant to Article 131 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2022/8)

Informe

15/11/2022

Opinion of the European Systemic Risk Board of 6 September 2022 regarding Dutch 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 (ESRB/2022/6)

Informe

06/09/2022

Opinion of the European Systemic Risk Board of 28 July 2022 regarding the existing systemic risk buffer pursuant to Article 133 and the Belgian notification of the setting or resetting of O-SII buffer rates pursuant to Article 131 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2022/5)

Informe

28/07/2022

Informes del Comité Científico Consultivo (CCC)

Stabilising financial markets: lending and market making as a last resort

24/01/2023

Informes de cumplimiento

Recomendación JERS/2019/3 – Summary Compliance Report (Recommendations A, B(2), B(3), B(4) and C)

27/02/2023



Recomendación JERS/2020/6 - Summary Compliance report (Sub-Recommendations B(1) and D(1))
15/02/2023

Recomendación JERS/2020/15 – Summary Compliance Report
26/09/2022

Recomendación JERS/2015/1 – Summary Compliance Report
19/05/2022

Recomendaciones

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 1 de diciembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo (JERS/2022/9)
25/01/2023

Avisos

Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 22 de septiembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la Unión (JERS/2022/7)
29/09/2022

Respuestas y cartas

Carta de la presidenta del BCE y de la JERS a Mairead McGuinness, comisaria europea de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, sobre las pruebas de resistencia
30/03/2023

Carta dirigida a los miembros del Parlamento Europeo sobre la revisión del EMIR
20/03/2023

Carta dirigida al Grupo de Trabajo del Consejo sobre la revisión del EMIR
20/03/2023

Carta dirigida al Grupo de Trabajo del Consejo sobre la revisión de Solvencia II y la gestión del riesgo de liquidez
16/11/2022

Carta dirigida a los miembros del Parlamento Europeo sobre la revisión de Solvencia II y la gestión del riesgo de liquidez
16/11/2022



Carta sobre la opinión de la JERS relativa a la revisión específica del EMIR con respecto a la compensación centralizada en la UE

19/07/2022

Carta sobre la opinión de la JERS relativa a los problemas de calidad de los datos y los riesgos para la estabilidad financiera

13/07/2022

Respuesta de la JERS a la consulta de la Comisión Europea relativa a la revisión de la Directiva sobre créditos hipotecarios

01/04/2022



© Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2023

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.

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

PDF ISBN 978-92-9472-301-7, ISSN 1977-5164, doi: 10.2849/35402, DT-AA-23-001-ES-N