Revisión de Estabilidad Financiera, noviembre de 2022.



**Prefacio**



Los hogares y las empresas de la zona del euro ya están sintiendo los efectos de una inflación más alta y una actividad económica más débil, en medio de la actual crisis energética provocada por la guerra en Ucrania.

El Financial Stability Review (EFS) de noviembre de 2022 expone cómo el deterioro de las condiciones económicas y financieras ha aumentado los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro. Este año ha sido testigo de caídas notables en los precios de los activos financieros en muchas regiones y clases de activos, un aumento en la volatilidad del mercado y, en ocasiones, una liquidez del mercado tensa. Los bruscos movimientos de los precios de los activos también han desencadenado demandas de margen inesperadamente grandes para algunos participantes del mercado, en particular las sociedades no financieras y las instituciones financieras no bancarias, poniendo a prueba su preparación para la liquidez. Estos cambios en los precios de los activos han reflejado una creciente incertidumbre sobre lo que se requerirá de la política monetaria para moderar la inflación en las economías avanzadas. No es la primera vez que se nos recuerda que, cuando se apalancan posiciones o cuando se crean exposiciones a través de derivados.

A medida que las condiciones financieras se endurecen, las vulnerabilidades de los soberanos, hogares y empresas más endeudados corren un mayor riesgo de salir a la luz. A pesar de la interrupción de la actividad económica inducida por la pandemia, la morosidad empresarial y el desempleo, gracias a una variedad de medidas de apoyo político, se han mantenido bajos. Los bancos han sido así protegidos de las pérdidas por préstamos. Si bien ahora se están beneficiando de ganancias a corto plazo derivadas de mayores tasas de interés y márgenes, el deterioro de las perspectivas de crecimiento apunta a un aumento de los riesgos a mediano plazo. En el entorno macroeconómico actual, donde la política monetaria está enfocada a reducir la inflación, es crucial que los gobiernos se focalicen en el apoyo que brindan a los sectores vulnerables, evitando políticas que puedan interferir en el proceso de normalización de la política monetaria.

Esta edición del FSR también incluye tres características especiales sobre temas que se están volviendo más prominentes para nuestra evaluación de riesgos. El primero examina el impacto de la crisis energética en los mercados de derivados financieros relacionados con la energía, que son utilizados por los productores de energía de la zona del euro para cubrir sus posiciones e intermediados por el sistema bancario y las cámaras de compensación. El segundo artículo especial explora cómo el aumento de los precios de la energía y otros, junto con el aumento de las tasas de interés, están afectando a los hogares de la zona del euro en diferentes niveles de ingresos, y los desafíos que plantean para los hogares menos acomodados en particular. La tercera característica especial analiza cómo evolucionan las amenazas a la estabilidad financiera de los ataques cibernéticos, cómo aumentan sus costos y cómo se puede mitigar.

Esta edición del IEF ha sido preparada con la participación del Comité de Estabilidad Financiera del SEBC, que asiste a los órganos rectores del BCE en el cumplimiento de sus funciones. El FSR promueve la conciencia de los riesgos sistémicos entre los encargados de formular políticas, la industria financiera y el público en general, con el objetivo final de promover la estabilidad financiera.

Luis de Guindos
Vicepresidente del Banco Central Europeo

**Visión general**





**Los riesgos para la estabilidad financiera aumentan a medida que las condiciones macro financieras continúan debilitándose**

**Las condiciones de estabilidad financiera de la zona del euro se han deteriorado aún más, como consecuencia del aumento de la inflación, el aumento de los tipos de interés, las perspectivas de crecimiento más débiles y la revisión de los precios de los mercados financieros.**Las presiones inflacionistas han aumentado tanto a nivel mundial como en la zona del euro desde la publicación del IEF anterior, impulsado por los elevados precios de los alimentos y la energía y su traspaso a otros precios. Esto ha provocado un ajuste de las posiciones de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales, lo que ha contribuido a unas condiciones financieras mundiales más estrictas y una mayor volatilidad de los mercados financieros. La combinación de resultados de alta inflación y aumento de las tasas de interés ha seguido pesando sobre el crecimiento económico en muchas economías avanzadas. En este contexto, las probabilidades de recesión a un año vista han aumentado notablemente, tanto en la zona del euro como en otras importantes economías avanzadas.

**Las vulnerabilidades preexistentes podrían verse expuestas por la evolución económica de la zona del euro, los desafíos de la política monetaria y fiscal y las tensiones geopolíticas.** La guerra en curso en Ucrania aún representa un riesgo significativo para la inflación y el crecimiento, especialmente si lleva a que los hogares y las empresas de la zona del euro enfrenten suministros de energía racionados. Otros riesgos para la inflación, el crecimiento y las condiciones financieras mundiales también podrían ser desencadenados por un aumento más rápido de lo esperado en las tasas de interés, errores en la política fiscal, un resurgimiento más amplio de la pandemia y estrés en los mercados emergentes, incluida la posibilidad de una desaceleración económica más aguda o real. corrección patrimonial en China. Si cualquiera de estos riesgos se materializa, podría desencadenar o amplificar la revelación de las vulnerabilidades de la estabilidad financiera identificadas en ediciones anteriores del IEF, posiblemente de forma simultánea, incluidos focos de preocupación por la sostenibilidad de la deuda de empresas, hogares y soberanos, o ajustes abruptos en los estados financieros y tangibles. valoraciones de activos.

**El riesgo de ajustes desordenados del mercado aumenta en medio de una mayor volatilidad y la posibilidad de una mayor revisión de los precios de los activos**

**A pesar de las grandes correcciones en 2022, las valoraciones de los activos de riesgo siguen siendo sensibles a la trayectoria incierta de la inflación, la normalización de la política monetaria y la actividad económica.**Después de un breve repunte de verano, los mercados mundiales de bonos y acciones reanudaron su descenso simultáneo que ha estado en marcha desde principios de 2022. Si bien las correcciones recientes han sido generalmente ordenadas, ha habido un movimiento conjunto de precios inusualmente fuerte en una amplia gama de clases de activos, un desarrollo que complica las estrategias de diversificación y podría amplificar las pérdidas. La actividad en los mercados primarios, incluidas las ofertas públicas iniciales de acciones y la emisión de bonos corporativos de alto rendimiento, también ha caído significativamente año tras año.

**Algunos precios de activos de riesgo, como las acciones de EE. UU., todavía parecen estirados debido a los fundamentos.**Hasta ahora, las caídas de los precios de los activos han reflejado principalmente el impacto directo de las tasas de interés más altas y, por lo tanto, es posible que los precios aún no reflejen completamente la perspectiva más negativa. Podrían desencadenarse nuevas correcciones en las valoraciones de mercado si las perspectivas de crecimiento, inflación y condiciones financieras se deterioran aún más. En particular, una inflación más persistente podría requerir más respuestas de política monetaria por parte de los principales bancos centrales que las esperadas actualmente por los participantes del mercado.

**El riesgo de ajustes desordenados ha aumentado con el aumento de la volatilidad del mercado, los efectos colaterales de las demandas de margen y la menor liquidez en algunos segmentos del mercado.**La revisión significativa de los precios del mercado financiero se ha traducido en una mayor volatilidad del mercado, en particular, pero no exclusivamente, en los mercados de bonos. Además, han surgido algunos signos de menor liquidez en los mercados de bonos corporativos de la zona del euro, especialmente para los bonos de alto rendimiento. Esto podría dificultar que los participantes ajusten carteras, cambien el precio de los activos o recauden financiamiento en períodos de estrés. Además, el estrés del efectivo y las garantías que pueden surgir de los grandes movimientos de precios y la volatilidad que desencadenan llamadas de margen inesperadamente grandes plantea un riesgo para algunos participantes del mercado de derivados, como se vio recientemente en los mercados de derivados de materias primas de la zona del euro (Característica **especial A**) y los mercados de deuda soberana del Reino Unido. Esta combinación de acontecimientos hace que los mercados sean más vulnerables a los ajustes desordenados.

**A pesar de una reducción activa del riesgo de la cartera, la exposición al riesgo crediticio del sector de intermediarios financieros no bancarios sigue siendo alta.**Las instituciones financieras no bancarias (IFNB) han respondido al aumento de los rendimientos y al empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas comenzando a deshacerse de sus tenencias de bonos soberanos y corporativos con calificaciones más bajas. Esto apunta a una reversión de la búsqueda de rendimiento observada en el entorno prolongado de tipos de interés bajos. Dicho esto, las exposiciones generales al riesgo crediticio siguen siendo altas, lo que expone a las IFNB al riesgo de pérdidas crediticias sustanciales en caso de que se deterioren los fundamentos del sector corporativo. En este sentido, la perspectiva del riesgo crediticio sigue siendo particularmente incierta para las industrias sensibles a la energía. Si bien las exposiciones agregadas a estos sectores no son grandes, las exposiciones concentradas pueden aumentar los riesgos, especialmente para las IFNB apalancadas y con restricciones de liquidez. Además de las necesidades de liquidez derivadas de los reembolsos de los inversionistas, la caducidad de las pólizas de seguro y las llamadas de margen, la corrección generalizada de los precios de los activos financieros ha sido el principal factor de una caída significativa en el valor total de los activos en el sector financiero no bancario.

**Las NBFI están expuestas a un mayor aumento en los rendimientos de los bonos y posibles ventas forzadas de activos en medio de tenencias bajas de activos líquidos.**En un contexto de aumento de los rendimientos de los bonos, el riesgo de duración de las IFNB sigue siendo elevado, lo que expone al sector a nuevas pérdidas por revalorización de la cartera de bonos. Dicho esto, en el mediano plazo, la transición a un entorno de tasas de interés más altas podría, además de reducir los incentivos para que las IFNB busquen rendimiento, beneficiar al sector de seguros de vida y fondos de pensiones por sus brechas de duración negativas estructurales (con la duración de los pasivos que normalmente superan los de sus activos). Si bien las tenencias de efectivo de los fondos de inversión han aumentado desde principios de 2022, sus tenencias de activos líquidos siguen siendo relativamente bajas en medio de la creciente volatilidad y la falta de un enfoque macro prudencial suficientemente desarrollado para abordar los desajustes de liquidez en los fondos abiertos. Como tal, el riesgo sigue siendo alto de que los fondos de inversión puedan, en un escenario adverso, amplificar una corrección del mercado a través de un comportamiento de venta procíclico. Además, las IFNB que utilizan derivados de tasas de interés, incluidas las compañías de seguros y los fondos de pensión, están expuestas al riesgo de liquidez de financiamiento de llamadas de margen inesperadamente grandes. Las ventas forzosas posteriores de activos podrían empeorar una liquidación del mercado y aumentar los riesgos más amplios para la estabilidad financiera.

**Mayores costos de financiamiento y menos espacio fiscal para los soberanos**

**Las vulnerabilidades soberanas han aumentado en medio del apoyo fiscal continuo para amortiguar el impacto de los precios más altos de la energía y una perspectiva económica más débil.**Los gobiernos de la zona del euro han gastado alrededor del 1,4 % del PIB en medidas discrecionales desde la invasión de Ucrania. La mayor parte de esto refleja el apoyo para amortiguar el aumento de los precios de la energía y la inflación, y varios gobiernos han anunciado extensiones del apoyo energético hasta 2023. Este estímulo considerable llega en un momento en que los gobiernos acababan de poner fin a las medidas de apoyo relacionadas con la pandemia y cuando la normalización de la postura de la política monetaria ha comenzado. Altos déficits prolongados en varios países, junto con el aumento de los costos de financiamiento, no solo puede limitar el espacio fiscal disponible para proteger a la economía de futuros shocks, sino que también puede poner la dinámica de la deuda en una trayectoria menos favorable, especialmente en países con niveles más altos de deuda. Para preservar la sostenibilidad de la deuda y limitar el riesgo de que aumenten las presiones inflacionistas, las medidas de apoyo deben ser temporales y estar dirigidas a los hogares y las empresas más vulnerables.

**Las nuevas preocupaciones de que algunos países podrían enfrentar aumentos excesivos en los costos de financiamiento soberano han sido mitigadas en parte por la acción política.**Por el lado de la financiación, los rendimientos de la deuda pública han aumentado considerablemente en toda la zona del euro durante los últimos seis meses. Sin embargo, en los últimos años, muchos soberanos han bloqueado una fracción mayor de su financiamiento a tasas de interés bajas y vencimientos más largos, lo que reduce su vulnerabilidad a cambios abruptos en el sentimiento del mercado. Sin embargo, los costos de financiamiento más altos aún pueden representar un mayor riesgo a corto plazo para aquellos países con altas necesidades de servicio de la deuda a corto plazo. Las presiones de los mercados a corto plazo aumentaron en varios países a principios del verano, ya que el endurecimiento de las condiciones de financiación suscitó preocupaciones sobre la fragmentación de los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Desde entonces, la ampliación de los diferenciales de rendimiento soberano se ha estabilizado, ya que se aprovechó la flexibilidad de reinversión en el marco del programa de compras de emergencia ante la pandemia del BCE y el Consejo de Gobierno del BCE aprobó el Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI) el 21 de julio de 2022 Esta nueva herramienta está diseñada para contrarrestar cualquier dinámica de mercado injustificada y desordenada que suponga una grave amenaza para la transmisión de la política monetaria en toda la zona del euro.

**El bajo crecimiento, la alta inflación y el aumento de las tasas exponen las vulnerabilidades de las empresas y los hogares.**

**Las empresas de la zona del euro se enfrentan a la alta inflación y los precios de la energía, los riesgos de recesión y las condiciones financieras más estrictas.**En conjunto, en la primera mitad de 2022, las empresas de la zona del euro experimentaron una recuperación de la rentabilidad por encima de los niveles anteriores a la pandemia, ya que las empresas aún podían trasladar los precios de los insumos más altos a los clientes. Sin embargo, una perspectiva económica más débil y, para algunas empresas, presiones crecientes sobre los márgenes han hecho que las expectativas de crecimiento de las ganancias corporativas se vuelvan negativas en términos reales recientemente, un desarrollo observado previamente durante la crisis financiera mundial y la pandemia. Al mismo tiempo, las empresas de la zona del euro se enfrentan al reto de unos costes de financiación bancarios y basados ​​en el mercado más elevados. También hay indicios de que las empresas están pasando de los bonos a los préstamos bancarios, dado un traspaso más rápido de los aumentos de las tasas oficiales a los rendimientos de los bonos. Dicho esto, la actual restricción de la oferta de crédito, junto con el deterioro de las perspectivas económicas, indica que los volúmenes de préstamos bancarios pronto también podrían moderarse.

**Las vulnerabilidades corporativas son mayores para las empresas con un uso intensivo de energía que pueden enfrentar crecientes problemas de servicio de la deuda.** Una desaceleración económica más aguda, junto con un mayor endurecimiento de las condiciones financieras, puede desafiar en particular a aquellas empresas que salieron de la pandemia con niveles de deuda más altos, ganancias más moderadas y reservas de liquidez más bajas, muchas de las cuales también tienen calificaciones crediticias más bajas. Al mismo tiempo, los precios más altos de la energía y las materias primas podrían perjudicar la actividad en los sectores intensivos en energía que son menos capaces de traspasar los costos más altos a los clientes, como algunas empresas de servicios públicos y de construcción. Las pequeñas y medianas empresas se beneficiaron menos del repunte de la actividad económica posterior a la pandemia y pueden ser particularmente vulnerables a una desaceleración de la actividad económica y mayores costos de endeudamiento. Si bien las insolvencias corporativas se han mantenido muy por debajo de sus niveles previos a la pandemia, algunos sectores ya han visto un aumento en las tasas de incumplimiento esperadas y podría tener un mayor riesgo de insolvencia en caso de sorpresas económicas adversas o de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras, o ambos.

**La elevada inflación está lastrando la renta disponible y la capacidad de servicio de la deuda de los hogares de menores ingresos de la zona del euro en particular.**En un contexto de aumento de la inflación y de los precios de la energía, las perspectivas para los hogares de la zona del euro se han vuelto más sombrías, como refleja el desplome de la confianza de los consumidores y las expectativas sobre su situación financiera. Se espera que la contracción de los ingresos reales afecte de manera desproporcionada a los hogares de menores ingresos, ya que a menudo gastan una mayor proporción de sus ingresos en alimentos y energía. La erosión del ahorro y la renta real disponible, junto con tipos de interés más elevados, debilita la capacidad de servicio de la deuda de los hogares, especialmente en países donde los niveles de deuda de los hogares son más elevados. Las simulaciones del impacto de los aumentos de precios al consumidor y los cambios en las tasas de interés en la salud financiera a corto plazo de los hogares revelan un riesgo de incumplimiento más pronunciado en los quintiles de ingresos más bajos, en particular para el crédito al consumo. Dicho esto, hay una serie de mitigantes, incluida la pequeña proporción de estos hogares en la deuda general del sector de los hogares (especialmente hipotecas). Además, a pesar de una perspectiva de crecimiento más débil, los mercados laborales resistentes hasta ahora han respaldado los ingresos, y el cambio hacia más préstamos hipotecarios de tasa fija en los últimos años protege a muchos hogares del impacto inmediato de tasas de interés más altas. El uso de políticas macro prudenciales, en particular medidas basadas en los prestatarios, en la mayoría de los países de la zona del euro en los últimos años también ha ayudado a limitar el endeudamiento excesivo de los hogares.

**Las señales de un giro en el ciclo inmobiliario pueden agravar las vulnerabilidades de los ingresos y balances de los hogares de la zona del euro.**Si bien se moderaron un poco, los mercados inmobiliarios de la zona del euro aún experimentaron aumentos de precios nominales de casi dos dígitos y un fuerte crecimiento crediticio sostenido en el segundo trimestre de 2022. Sin embargo, las intenciones declaradas de los hogares de comprar o construir una vivienda apuntan a un giro en el ciclo inmobiliario, reflejando el fuerte aumento de las tasas de interés de los nuevos préstamos hipotecarios desde principios de 2022. Además, los proveedores de financiación se han vuelto más cautelosos, ya que los fondos de inversión en bienes raíces residenciales (REIT) han tenido un rendimiento significativamente inferior al del mercado de valores en general y los bancos de la zona del euro han endurecido sus estándares crediticios para préstamos hipotecarios. En general, hay señales de que la expansión inmobiliaria de los últimos años podría llegar a su fin, con estimaciones de sobrevaluación y tasas hipotecarias ahora en sus niveles más altos en más de cinco años. De manera similar, las condiciones de financiamiento en los mercados inmobiliarios comerciales (CRE) se han endurecido, lo que podría revertir la recuperación posterior a la pandemia. Según los datos de la encuesta, una parte cada vez mayor de los inversores ven ahora el mercado en la fase de recesión del ciclo. Una corrección más pronunciada en los mercados de CRE podría generar pérdidas para los inversionistas, un mayor riesgo crediticio para los prestamistas y una disminución en los valores de las garantías.

**Las tasas de interés más altas respaldan las ganancias bancarias, pero el empeoramiento de la calidad de los activos y los costos de financiamiento más altos plantean obstáculos**

**El aumento de los tipos de interés ha reforzado las perspectivas de rentabilidad a corto plazo de los bancos de la zona del euro, que se están volviendo más activos en la cobertura del riesgo de tipo de interés.**La rentabilidad de los bancos de la zona del euro mejoró ligeramente en el primer semestre de 2022, respaldada por menores gastos operativos, provisiones para pérdidas crediticias aún bajas y mayores ingresos operativos gracias a márgenes más amplios y volúmenes crediticios más fuertes. En consecuencia, los analistas bancarios también han revisado al alza sus previsiones de rentabilidad de los recursos propios (ROE) para 2023 de los bancos cotizados de la zona del euro a alrededor del 8 %, ya que un entorno de tipos de interés más elevados refuerza sus ingresos netos por intereses y, a su vez, la rentabilidad bancaria. Sin embargo, estas expectativas asumen que las pérdidas crediticias futuras siguen siendo limitadas y están sujetas a riesgos a la baja. En cuanto a la gestión del riesgo de tipo de interés, los bancos de la zona del euro se han vuelto más activos en el mercado de swaps de tipos de interés desde principios de 2021. En particular, en general han sido compradores netos de pagos a tipo de interés variable, cubriendo el riesgo con activos a tipo de interés fijo denominados en euros.

**Una economía más débil y un mayor riesgo crediticio pueden pesar sobre las perspectivas de rentabilidad de los bancos a mediano plazo.**A pesar de un empeoramiento significativo de las perspectivas económicas, la calidad de los activos de los bancos de la zona del euro no mostró signos de un deterioro generalizado en la primera mitad de 2022, aunque las tendencias recientes en los préstamos de la Etapa 2 de "bajo rendimiento" sugieren cierto aumento en el riesgo crediticio. Desde la invasión de Ucrania por parte de Rusia, los préstamos a empresas intensivas en energía han tenido mayores probabilidades de incumplimiento en comparación con las empresas menos intensivas en energía. A medida que aumentan las tasas de interés, los bancos también podrían enfrentar mayores riesgos crediticios derivados de su exposición a sectores vulnerables que han crecido en los últimos años, en particular, incluidos los mercados inmobiliarios residenciales. El costo de riesgo de los bancos, definido como la relación entre el deterioro de los préstamos y los préstamos, ha caído a los mínimos previos a la pandemia, pero podría aumentar en el futuro impulsado tanto por la necesidad de mayores provisiones para pérdidas crediticias como por el denominador adverso. efecto del probable menor crecimiento del volumen de préstamos a medida que se deterioran las perspectivas macroeconómicas.

**Los mayores costos de financiamiento del mercado para los bancos hacen que sea más difícil financiar activos de bajo rendimiento.**Los costes de financiación de los bonos han aumentado notablemente para los bancos durante 2022, incluso superando los máximos pandémicos en la mayoría de los instrumentos, impulsados ​​por las expectativas de normalización de la política monetaria, los crecientes temores de recesión y la profundización de las tensiones geopolíticas, panel c). Si bien los mercados de deuda bancaria se han mantenido abiertos sin signos de fragmentación en los países de la zona del euro, es posible que los bancos con calificaciones más bajas y/o déficit de MREL deban emitir nueva deuda a costos de financiamiento mucho más altos en medio del limitado apetito de los inversores. Además, el aumento de las tasas de los nuevos depósitos, en particular en países con una mayor incidencia de tasas de depósito negativas, y el vencimiento de los fondos TLTRO III han comenzado a traducirse en costos promedio de financiamiento más altos para los bancos. Dado el gran cambio en la última década de préstamos de tasa flotante a tasa fija, los costos de financiamiento más altos pueden amortiguar algunos de los beneficios para los bancos de tasas de interés más altas.

**Las debilidades estructurales preexistentes, junto con una mayor necesidad de gestionar el riesgo cibernético, siguen siendo un desafío para los bancos que miran hacia el futuro.**Los crecientes obstáculos cíclicos se ven agravados por los desafíos a más largo plazo asociados con la baja rentabilidad, la diversificación limitada de los ingresos y el exceso de capacidad restante en partes del sector bancario de la zona del euro. La digitalización acelerada ayudaría a solucionar algunos de estos problemas de larga data, aunque tiene el costo de una mayor exposición a la amenaza de los riesgos cibernéticos (Característica **especial C**). Sin embargo, el aumento de la incertidumbre macro financiera puede retrasar los planes de transformación digital de los bancos de la zona del euro, frenando su rentabilidad sostenible a largo plazo. Además, los bancos de la zona del euro también deben gestionar las implicaciones de la transición a una economía más verde, incluidos los riesgos de concentración subyacentes asociados con las exposiciones relacionadas con el clima.

**La política macro prudencial mejora la resiliencia de los bancos, pero se debe fortalecer el marco de políticas para las entidades no bancarias**

**La regulación y la política prudencial desde la crisis financiera mundial han ayudado a colocar a los bancos de la zona del euro en una buena posición para hacer frente a los desafíos económicos que se avecinan.**A pesar de varios factores atenuantes, las vulnerabilidades macro financieras acumuladas se han visto agravadas por la guerra en Ucrania, y el deterioro de las perspectivas económicas, las presiones inflacionarias y las condiciones de financiación más estrictas están lastrando la capacidad de servicio de la deuda de los hogares y las empresas por igual. Al mismo tiempo, es más probable que se materialicen los riesgos, dada la posibilidad de nuevas perturbaciones geopolíticas y económicas. En este entorno desafiante, el fortalecimiento sustancial de los balances bancarios y las posiciones de capital en los últimos años ha asegurado que el sector esté bien preparado para adaptarse a la posible materialización de riesgos.

**Si bien se consideran los obstáculos para el crecimiento económico, la acción de política macro prudencial aún puede ayudar a preservar y fortalecer la resiliencia en todo el sistema financiero.** Las políticas macro prudenciales y, en particular, los colchones de capital compatibles con el nivel de riesgo prevaleciente, ayudan a garantizar la resiliencia de los bancos y su capacidad para respaldar la economía cuando se materializa el riesgo sistémico. Si bien la activación de los colchones en una etapa temprana tiene beneficios importantes, el aumento de las tasas de los colchones aún puede ser beneficioso en la etapa final actual del ciclo financiero, siempre que se eviten los efectos procíclicos. Algunos países con desequilibrios macro financieros aún pueden aumentar los colchones macro prudenciales, considerando también que el margen de capital existente y la capacidad restante de muchos bancos en la zona del euro para generar ganancias mitigan el riesgo de consecuencias procíclicas (es decir, condiciones crediticias más estrictas). Sin embargo, las posibles respuestas de política macro prudencial deben tener en cuenta el curso altamente volátil e incierto de la crisis energética en Europa y deben adaptarse adecuadamente a las condiciones específicas de cada país. Independientemente de cualquier medida macro prudencial, los propios bancos deben asegurarse de que sus prácticas de constitución de provisiones y planificación de capital tengan debidamente en cuenta el deterioro del entorno de riesgo y se alineen con las expectativas supervisoras. Además, para mejorar la resiliencia en el mediano plazo, el enfoque debe permanecer en mejorar la efectividad del conjunto de herramientas macro prudenciales e implementar fielmente Basilea III. Los propios bancos deben asegurarse de que sus prácticas de constitución de provisiones y planificación de capital tengan debidamente en cuenta el deterioro del entorno de riesgo y se ajusten a las expectativas de los supervisores. Además, para mejorar la resiliencia en el mediano plazo, el enfoque debe permanecer en mejorar la efectividad del conjunto de herramientas macro prudenciales e implementar fielmente Basilea III. Los propios bancos deben asegurarse de que sus prácticas de constitución de provisiones y planificación de capital tengan debidamente en cuenta el deterioro del entorno de riesgo y se ajusten a las expectativas de los supervisores. Además, para mejorar la resiliencia en el mediano plazo, el enfoque debe permanecer en mejorar la efectividad del conjunto de herramientas macro prudenciales e implementar fielmente Basilea III.

**Las vulnerabilidades persistentes en el sector financiero no bancario y los desafíos recurrentes de liquidez hacen que sea importante acelerar la respuesta de política.**Si bien el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) está evaluando actualmente la efectividad de sus recomendaciones de 2017 sobre el descalce de liquidez en los fondos de inversión de capital variable,[[1](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.1)] ya se han desarrollado propuestas políticas concretas para reformar los fondos del mercado monetario (FMM) a nivel mundial.[[2](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.2)]A la luz de las vulnerabilidades que surgieron en marzo de 2020 y el riesgo latente de tensión renovada en el sector de los FMM, es importante que las reformas legislativas para los FMM se implementen en la UE sin demora. La respuesta política sobre los fondos de capital variable debe apuntar a reducir significativamente las vulnerabilidades derivadas del desajuste de liquidez alineando mejor los términos de rescate con la liquidez de los activos. Mejorar la disponibilidad y el uso de herramientas de gestión de liquidez antidilución debe ser parte de la respuesta política, pero esto no debe verse como un sustituto de medidas más estructurales, como períodos de aviso mínimos o requisitos que apuntan a la liquidez de los activos. Otra prioridad clave para el trabajo internacional debe ser desarrollar un enfoque globalmente consistente para abordar el riesgo del apalancamiento, incluido el apalancamiento sintético, en el sector financiero no bancario. Además, la volatilidad reciente en los mercados financieros y los desafíos de liquidez asociados han vuelto a enfatizar la necesidad de mejorar las prácticas de margen y la preparación de las IFNB para cumplir con las llamadas de margen en las transacciones de derivados. Dado que acordar e implementar tales reformas regulatorias a nivel internacional llevará algún tiempo,

**En general, las condiciones de estabilidad financiera se han deteriorado aún más en la zona del euro desde el IEF de mayo de 2022**. Los riesgos al alza para la inflación, especialmente de los precios de la energía, y los riesgos a la baja para el crecimiento han aumentado y se suman a la incertidumbre sobre el camino exacto para la normalización de la política monetaria, menos espacio fiscal, mercados financieros más volátiles y múltiples riesgos geopolíticos. Juntos, estos desarrollos amplifican el riesgo de ajustes desordenados en los mercados financieros y presiones en las IFNB, así como también aumentan las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda para los hogares, las empresas y los gobiernos más endeudados. Estas vulnerabilidades podrían materializarse simultáneamente y posiblemente reforzarse entre sí, aumentando los riesgos para la estabilidad financiera de la zona del euro. En este entorno desafiante, la política macro prudencial específica aún puede respaldar la resiliencia de los bancos, mientras que los riesgos en el sector financiero no bancario también deben abordarse desde una perspectiva sistémica.

**1. Entorno macro financiero y crediticio**



**1.1 Aumentan los riesgos de recesión por los precios de la energía y el endurecimiento de las condiciones financieras**

**Los riesgos de recesión para la zona del euro han aumentado a medida que se han disparado los precios de la energía.**La creciente presión de las interrupciones en el suministro de gas, las interrupciones en la cadena de suministro, los precios elevados de la energía y el comercio mundial más débil están pesando mucho sobre la actividad económica. Los pronosticadores del sector privado han rebajado sus expectativas de crecimiento para 2023 (-0,1 % frente al 3 % en mayo de 2022), mientras que las expectativas de inflación han aumentado aún más (5,8 % frente al 2,4 % en mayo de 2022, **gráfico 1.1**, panel a). Además, los resultados de la inflación han seguido superando las expectativas del consenso, lo que ha dado lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel mundial (Panorama **general**). Existen pronunciados riesgos a la baja para las expectativas de crecimiento central, como se refleja en una elevada probabilidad de recesión para todas las principales economías occidentales en el próximo año. Además, la pandemia sigue siendo un motivo de incertidumbre, ya que la temporada de invierno podría venir acompañada de nuevas medidas de confinamiento. Como resultado, las estimaciones de riesgo de crecimiento económico de la zona del euro para el próximo año se encuentran en niveles muy elevados.

**La gravedad de la crisis energética en la zona del euro ha afectado a los términos de intercambio de la zona, debilitando las perspectivas de crecimiento económico.**Aunque los precios de las materias primas han descendido desde sus máximos recientes, siguen siendo elevados, en particular en el caso del gas natural y otras materias primas energéticas. Dado que la economía de la zona del euro es un gran importador neto de energía, los términos de intercambio de la zona del euro han empeorado en 2022. Mantener los volúmenes de importación a precios más altos da como resultado una transferencia de poder adquisitivo de la zona del euro al resto del mundo. Esta transferencia ha sido más pronunciada para los países de la zona del euro con saldos comerciales de energía más negativos, porque la composición de sus exportaciones no les permite beneficiarse de efectos positivos en los términos de intercambio mediante la exportación de servicios específicos, por ejemplo. El efecto ingreso negativo parece significativamente mayor en la zona del euro que en los Estados Unidos y el Reino Unido, ya que estas economías dependen menos de las importaciones (netas) de energía.[[3](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.3)]Esta posición comercial más débil también ha contribuido a la considerable depreciación del tipo de cambio del euro frente a sus principales pares mundiales.

**A nivel mundial, las consecuencias del shock energético y la consiguiente normalización de la política monetaria han endurecido las condiciones financieras y aumentado los riesgos para las economías de mercados emergentes.**La normalización en curso de las políticas monetarias internas acomodaticias en medio de un shock inflacionario común ha llevado a un endurecimiento de las condiciones financieras y salidas de capital para muchas economías de mercados emergentes. Los diferenciales soberanos en las economías de mercados emergentes han aumentado considerablemente, lo que ha dejado a los países con una gran proporción de deuda de propiedad extranjera o denominada en moneda extranjera vulnerables a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras. Además, los países importadores de productos básicos se encuentran especialmente presionados por los altos precios sostenidos de los alimentos y la energía. Como tal, los riesgos de cola podrían materializarse si se produce un mayor deterioro de las condiciones financieras o un período prolongado de altos precios de las materias primas.

**La tensión en el sector inmobiliario residencial chino ha aumentado en los últimos meses, aumentando los riesgos a la baja para la economía mundial.**Esto se refleja en una contracción continua en las ventas de bienes raíces residenciales. Además, las estrictas políticas de contención de la pandemia siguen deprimiendo la actividad económica, que se prevé que crezca alrededor del 4 % anual en el período 2022-23, muy por debajo del promedio a largo plazo del 8 %. Aunque las intervenciones del gobierno han contenido en gran medida las consecuencias del sector inmobiliario hasta el momento, la combinación de políticas estrictas de cero-COVID y un espacio fiscal limitado podría socavar su capacidad para manejar futuras crisis. En general, estos acontecimientos añaden más riesgos a la baja para las perspectivas económicas mundiales, con efectos de contagio potencialmente significativos para la zona del euro. [[4](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.4)]

**En resumen, tanto la economía mundial como la de la zona del euro se enfrentan a un período turbulento, con riesgos derivados del endurecimiento de las condiciones financieras, el elevado endeudamiento y el aumento de los precios.**Las economías mundiales se enfrentan a un shock inflacionario histórico, mientras que las perspectivas de crecimiento se han debilitado considerablemente y existen riesgos a la baja aún más pronunciados para el crecimiento. Los altos precios de la energía y las condiciones financieras más estrictas se están traduciendo cada vez más en una volatilidad de los mercados financieros, un debilitamiento de las perspectivas para las ganancias corporativas y un deterioro de las perspectivas fiscales. En este contexto, los riesgos derivados de exponer vulnerabilidades a la estabilidad financiera se han incrementado desde la edición anterior de esta revisión.

**1.2 Espacio fiscal disponible más restringido para amortiguar la economía**

**Las posiciones fiscales se han visto debilitadas por las perspectivas económicas, el impacto de la guerra en Ucrania y un mayor endurecimiento de las condiciones financieras.**Se espera que el saldo presupuestario de la zona del euro mejore de forma constante hasta 2024, pero menos de lo previsto en mayo. Se espera que el saldo presupuestario para este año sea del -3,8% del PIB (frente al -3,1% previsto en mayo) y para 2024 se espera que sea del -2,7% del PIB (frente al -2,3% previsto en mayo). Las suposiciones y proyecciones fiscales están actualmente rodeadas de un alto grado de incertidumbre, dados los elevados riesgos macroeconómicos y las consecuencias más amplias de la invasión rusa de Ucrania. Además, se estima que el estímulo fiscal total relacionado con la reducción del impacto de la guerra y la crisis energética en los hogares y las empresas aumentará al menos hasta el 1,4 % del PIB en 2022.[[5](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.5)] Este estímulo considerable sigue a las medidas de apoyo relacionadas con la pandemia que recién se estaban cerrando. La mayoría de estas medidas no están dirigidas. Idealmente, las medidas de apoyo deberían ser más específicas y deberían apuntar a amortiguar las partes de la economía más afectadas por la actual crisis energética.

**Las condiciones de financiación soberana se han endurecido significativamente a medida que han aumentado las primas de riesgo crediticio.**Los rendimientos de los bonos del gobierno han aumentado considerablemente desde la edición anterior de Financial Stability Review, pero hasta ahora los diferenciales de los bonos del gobierno se han movido constantemente en línea con las tasas libres de riesgo. Además, las medidas de estrés soberano, como el indicador compuesto de estrés sistémico soberano del BCE, han mostrado un aumento significativo, pero los países más endeudados no se han visto más afectados que otros países de la zona del euro. Al mismo tiempo, las necesidades del servicio de la deuda siguen siendo elevadas y algunos países de la zona del euro se enfrentan a una refinanciación y gastos de intereses de alrededor del 40 % del PIB durante los próximos dos años.[[6](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.6)]Además, el aumento de las tasas de interés está pesando más sobre las posiciones fiscales de lo previsto anteriormente. Como tal, un mayor deterioro de las condiciones financieras podría cambiar la confianza del mercado hacia algunos de los emisores soberanos más vulnerables de la zona del euro.

**Los riesgos de vuelco son elevados, pero actualmente se mantienen bajo control por varios otros factores estructurales.**Si bien los riesgos de refinanciación han aumentado, los soberanos podrían ser más resistentes al deterioro de las condiciones financieras que durante el ciclo de aumento anterior por varias razones. En primer lugar, el alargamiento del vencimiento de la deuda pendiente significa que las necesidades de reembolso del principal son aproximadamente un 15 % más bajas de lo que habrían sido si se mantuviera la misma cantidad de deuda contra el perfil de vencimiento en 2010.[[7](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.7)] En segundo lugar, aunque los rendimientos han ido en aumento, el interés medio pagado por la deuda pública pendiente de la mayoría de los soberanos de la zona del euro sigue rondando mínimos históricos (1,6 % en septiembre de 2022). Finalmente, el Instrumento de Protección del Transporte reduce en parte el riesgo de que se produzca un incremento injustificado de las primas de riesgo.

**A pesar de los considerables déficits, el aumento del PIB nominal y un efecto de bola de nieve favorable han ayudado a situar la relación deuda pública/PIB en una trayectoria decreciente.** Se prevé que la relación deuda/PIB de la zona del euro disminuya del 95,6 % del PIB en 2021 al 89,9 % en 2024, manteniéndose así significativamente por encima de los niveles previos a la pandemia (84 %). La disminución esperada se debe principalmente a las expectativas de un diferencial favorable entre la tasa de interés y el crecimiento debido al alto crecimiento del PIB nominal, que debería compensar con creces los déficits primarios persistentes, aunque decrecientes. Además, los coeficientes de deuda soberana se han beneficiado de una disminución de la carga de la deuda real debido a los efectos de primera ronda [[8](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.8)]. Sin embargo, una inflación mayor a la esperada podría contribuir a deteriorar la capacidad de servicio de la deuda, aun cuando la inflación puede reducir el valor real de la deuda pendiente.[[9](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.9)] Como tal, los riesgos para el endeudamiento soberano son al alza, ya que una economía estancada y déficits superiores a los previstos podrían hacer que la dinámica de la deuda sea menos favorable.

**En un escenario a la baja, un shock de oferta inflacionario que se origine fuera de la zona del euro podría resultar especialmente perjudicial para la evolución de la deuda pública.**Un choque de oferta externa podría resultar particularmente desfavorable para las finanzas públicas en el mediano plazo. Las simulaciones que consideran un shock de oferta inflacionario estilizado del 1% muestran que el impacto negativo en la actividad económica podría compensar el impacto positivo de una inflación más alta en los coeficientes de deuda. A pesar del impacto positivo de la inflación (indicado por una contribución del crecimiento del deflactor a la reducción de la deuda), la disminución del crecimiento real, los mayores pagos de intereses y un componente presupuestario cíclico en deterioro contribuirían a un nivel de deuda a PIB de casi seis puntos porcentuales. Puntos superiores en un horizonte de diez años en comparación con el escenario de referencia. Si bien el shock observado actualmente es mucho más complejo e involucra componentes de demanda adicionales, su fuerte componente de oferta puede desacelerar y, en algunos países, incluso revertir la caída en los coeficientes de deuda soberana anticipada por el escenario de referencia actual.

**El espacio fiscal disponible para proteger a la economía de una recesión económica es cada vez más limitado.** De cara al futuro, la política fiscal se verá afectada tanto por la exposición a la guerra como por la desaceleración de la actividad económica. Además, un nuevo shock inflacionario impulsado por factores ajenos a la economía de la zona del euro podría ser particularmente malo para el endeudamiento soberano, lo que haría que los soberanos tuvieran menos resiliencia frente al aumento de los costos del servicio de la deuda. Por estas razones, el espacio fiscal disponible para proteger a la economía de una recesión económica se está volviendo más limitado. Además, aunque las medidas de apoyo actuales han ayudado a evitar que se materialicen los riesgos de cola durante la pandemia de COVID-19, idealmente serían reemplazadas por medidas más específicas que apoyen a las empresas y los hogares más afectados por la crisis energética.

**Recuadro 1**

**Divergencia de diferenciales, primas de riesgo y estabilidad financiera de la zona del euro [**[**10**](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.10)**]**

**Preparado por Nander de Vette y Benjamín Mosk [**[**11**](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.11)**]**

**Cuando la fragmentación financiera se convierte en una dinámica que se refuerza a sí misma, puede presentar un riesgo para la estabilidad financiera.**[[12](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.12)] Siempre que el funcionamiento del mercado sea ordenado, los diferenciales de crédito reflejan los fundamentos y riesgos macroeconómicos. Sin embargo, la historia ha demostrado que la dinámica de expansión de la propagación puede volverse auto-reforzante. En la zona del euro, esta dinámica de mercado adversa a menudo se ha denominado “fragmentación”. Esto a menudo se asocia con condiciones de liquidez de mercado deterioradas, lo que en última instancia resulta en un funcionamiento deficiente del mercado. En tales condiciones, las diferencias de los diferenciales pueden comenzar a divergir de los fundamentos. Sin embargo, las diferencias en los diferenciales por sí solas no apuntan necesariamente a la fragmentación.

**1.3 Resiliencia corporativa probada por el precio de la energía y los costos de endeudamiento**

**Tras la fuerte recuperación y los elevados beneficios registrados el año pasado, las empresas de la zona del euro se enfrentan ahora al estancamiento de la actividad y al endurecimiento de las condiciones financieras.**Las medidas retrospectivas de las vulnerabilidades corporativas agregadas se han mantenido por debajo de su promedio a largo plazo, con ganancias brutas sorprendentemente sólidas (8% por encima de los niveles previos a la pandemia en el segundo trimestre de 2022). Además, las medidas de apoyo público implementadas por los gobiernos han ayudado a mitigar los efectos adversos de la pandemia de COVID-19. Además, a pesar del endurecimiento general de las condiciones financieras, el menor endeudamiento y un alto índice de cobertura de intereses mantienen las vulnerabilidades corporativas por debajo de su promedio a largo plazo. Sin embargo, las empresas enfrentan nuevos desafíos y se espera que las vulnerabilidades corporativas aumenten por encima de su promedio a largo plazo en los próximos trimestres debido al empeoramiento del índice de cobertura de intereses, mayores costos de financiamiento, disminución de la actividad y mayor apalancamiento. Además, las pequeñas y medianas empresas (PYME) se han beneficiado menos del repunte de la actividad económica, ya que los indicadores de las encuestas sugieren que su rentabilidad sigue siendo inferior a la de las grandes empresas. Estas empresas podrían correr un mayor riesgo de insolvencia si la actividad económica sorprende a la baja y las condiciones financieras se endurecen aún más.

**El fuerte aumento de los precios de la energía puede desafiar ciertos modelos de negocio y puede afectar negativamente a la competitividad de las empresas de la zona del euro.**La confianza empresarial ha comenzado a declinar en aquellos sectores que son más intensivos en energía. Al mismo tiempo, la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE y los datos fidedignos sobre préstamos bancarios muestran que la demanda de préstamos ha aumentado considerablemente para vencimientos cortos, lo que refleja la mayor necesidad de las empresas de cubrir los mayores costos de producción.[[13](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.13)] Esto también se refleja en el mayor aumento del apalancamiento de los sectores con una alta exposición a las materias primas. En el futuro, podría resultar difícil mantener altos los precios de producción, ya que la actividad económica se estanca mientras persisten las presiones sobre la oferta. Además, dado que la zona del euro es un gran importador neto de energía, la crisis actual de los precios de la energía (y, en particular, el aumento de los precios del gas en la zona del euro) está afectando negativamente a la competitividad de las empresas de la zona del euro. Por lo tanto, los productores pueden tener menos poder de fijación de precios que sus competidores internacionales para trasladar costos más altos y precios de insumos a los usuarios finales. Esto ha puesto a algunas empresas en una posición vulnerable, en particular aquellas con elevadas necesidades de servicio de la deuda, alto uso de energía y obligaciones contractuales fijas.

**Las condiciones financieras más estrictas han afectado los costos del servicio de la deuda de las empresas y podrían aumentar el riesgo crediticio para las empresas más vulnerables.**Las condiciones de financiación empresarial se han deteriorado a medida que la política monetaria se ha normalizado y tanto los mercados como los bancos han reevaluado los riesgos que rodean la actividad empresarial. Además, el cambio de los préstamos bancarios a la financiación basada en el mercado visto desde la crisis financiera está ayudando actualmente a garantizar que las condiciones de financiación más estrictas tengan un impacto más directo en los coeficientes de servicio de la deuda corporativa que hace una década.[[14](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.14)] Como resultado, el costo de la deuda ha aumentado considerablemente en los últimos meses.[[15](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.15)] Los bancos también anticipan un mayor endurecimiento neto de los estándares crediticios en el futuro, lo que refleja la perspectiva económica incierta. Esto puede ser particularmente preocupante para la cohorte de empresas que salió de la pandemia con niveles de deuda más altos, ganancias moderadas y reservas de liquidez más bajas. Al mismo tiempo, los balances de las empresas en la mayoría de los países de la zona del euro son actualmente más saludables que durante los ciclos anteriores de subidas de tipos. Las ratios de deuda bruta y de cobertura de intereses han mejorado, en particular para los países que comenzaron con niveles más altos de deuda en el sector empresarial no financiero. Los niveles de deuda de las empresas no financieras descendieron hasta el 150 % del valor añadido bruto (VAB) en el segundo trimestre de 2022, pero se mantienen por encima del 148 % del VAB registrado antes de la pandemia.

**Las insolvencias se han mantenido muy por debajo de sus niveles previos a la pandemia, aunque han aumentado en algunos sectores económicos.**Las insolvencias se mantuvieron por debajo de su promedio de largo plazo en el segundo trimestre de 2022. Al mismo tiempo, las insolvencias en los sectores más afectados por la pandemia se mantienen por encima de su promedio a largo plazo. Además, las medidas prospectivas para las insolvencias indican un riesgo elevado de insolvencia para aquellos sectores afectados por la actual crisis energética, como el transporte y la industria. Así, las insolvencias podrían aumentar en aquellos sectores más afectados por la actual crisis energética y que aún no se han recuperado por completo del impacto de la pandemia.

**En general, las vulnerabilidades corporativas han aumentado dado que las condiciones financieras se están endureciendo, el costo de hacer negocios sigue siendo alto y la actividad económica se está estancando.**Los factores estructurales podrían significar que la empresa promedio goza de mejor salud que durante los ciclos de alza anteriores, lo que proporciona a las empresas cierta capacidad de recuperación para capear el endurecimiento actual de las condiciones financieras. Sin embargo, el impacto desigual a lo largo de la sección transversal de las empresas durante la pandemia y la actual crisis energética podría implicar que una recesión económica podría tener consecuencias más graves para la estabilidad financiera de lo que sugiere este panorama agregado. Como tal, los incumplimientos podrían aumentar en el futuro, con posibles efectos colaterales en los balances de los bancos y las perspectivas de empleo de los hogares.

**1.4 Las vulnerabilidades de los hogares, previamente contenidas, están aumentando**

**La alta inflación y los temores de recesión ensombrecen las perspectivas económicas de los hogares de la zona del euro.**Dado que los hogares están cada vez más preocupados por su futuro en medio del aumento del costo de la vida y la preocupación por una recesión económica, la confianza de los consumidores y las expectativas de los hogares sobre su futura situación financiera han alcanzado nuevos mínimos históricos. Si bien los mercados laborales boyantes, con una tasa de desempleo históricamente baja del 6,6 % en septiembre de 2022, hasta ahora han respaldado los ingresos de los hogares, la inflación continúa reduciendo sus ingresos reales disponibles. El mayor gasto en bienes no duraderos, como alimentos y gas, ha dado forma al repunte de los gastos de los consumidores, pero esto refleja principalmente precios más altos. A medida que se normaliza la alta tasa de ahorro observada durante la pandemia, la capacidad de los hogares para amortiguar nuevos aumentos de precios disminuye gradualmente. Debido a las recesiones en los mercados financieros, el patrimonio neto de los hogares ha comenzado a disminuir, situándose en el 750 % de la renta disponible en el segundo trimestre de 2022, una caída de más de 25 puntos porcentuales en la primera mitad del año.

**El endeudamiento de los hogares se ha mantenido sólido, aunque cada vez hay más señales de que ha llegado a un punto de inflexión.**El endeudamiento de los hogares se ha mantenido estable en términos generales, disminuyendo ligeramente a poco menos del 97 % de los ingresos disponibles en el segundo trimestre de 2022, aunque las cifras varían mucho entre países. Hasta ahora, la provisión de crédito a los hogares se ha mantenido. El crecimiento tanto del crédito para adquisición de vivienda como del consumo se ha mantenido estable en los últimos meses, mostrando septiembre un crecimiento del 5,1 % y del 3,7 % respectivamente, pero la tendencia alcista parece haberse detenido. Sin embargo, dado que las tasas de interés del crédito a los hogares aumentaron considerablemente a raíz de la normalización de la política monetaria y los bancos informaron un endurecimiento de los estándares crediticios, así como una reducción en la demanda de préstamos de los hogares, es probable que se moderen aún más los volúmenes de préstamos.

**A medida que aumentan las tasas de interés, la capacidad de servicio de la deuda de algunos hogares puede verse afectada.**En el entorno de tipos de interés bajos de la última década, la proporción de nuevos préstamos con períodos de fijación de tipos de interés de más de cinco años ha aumentado constantemente en muchos países, alcanzando casi el 70 % en la zona del euro en el primer semestre de 2022. Esto ha protegió a muchos hogares de la revalorización de su deuda existente a tasas de interés más altas en el corto plazo. Sin embargo, tras el fuerte aumento de los tipos de interés, la proporción de nuevos préstamos con períodos de fijación del tipo de interés más prolongados ha comenzado a disminuir en varios países. Por tanto, los hogares pueden quedar más expuestos a los riesgos de tipo de interés a medio plazo. Dado que se espera un mayor endurecimiento de los estándares crediticios, una cohorte de hogares en el extremo inferior de la distribución del ingreso, que pueden tener un alto endeudamiento individual, pero en general representan una baja proporción de la deuda agregada, y una cohorte de aquellos que utilizan tipos de interés bajos. las tasas de interés agoten su capacidad de endeudamiento pueden correr el riesgo de caer en dificultades (Característica **especial B**).

**En general, las vulnerabilidades entre los hogares han aumentado aún más, aunque existen algunos factores de resiliencia.** Si bien el exceso de ahorro ha sido reabsorbido por la inflación y la riqueza neta ha comenzado a disminuir, el balance general de los hogares sigue siendo resistente y los hogares se benefician de la fortaleza actual de los mercados laborales. Al mismo tiempo, el aumento de la inflación está lastrando los ingresos reales y el consumo de los hogares, lo que podría ralentizar la senda de crecimiento de la economía. Algunos hogares pueden tener que limitar el consumo o volverse dependientes del apoyo del gobierno. Tales vulnerabilidades podrían empeorar si las condiciones del mercado laboral se deterioran. El efecto inmediato del rápido aumento de los tipos de interés sobre la capacidad de servicio de la deuda de los hogares se ve mitigado por los períodos de fijación de tipos de interés más prolongados que han beneficiado a muchos hogares en los últimos años. En el mediano plazo, las vulnerabilidades podrían quedar expuestas y la capacidad de servicio de la deuda podría deteriorarse,

**1.5 Los mercados inmobiliarios vulnerables pueden estar en un punto de inflexión**

**Los mercados inmobiliarios residenciales (RRE, por sus siglas en inglés) de la zona del euro han mostrado un fuerte crecimiento de los precios y los préstamos, pero los indicadores prospectivos sugieren una desaceleración.**Los precios nominales de la vivienda crecieron un 9,3 % a nivel agregado de la zona del euro en el segundo trimestre de 2022, una tasa ligeramente inferior a la del trimestre anterior. Este fuerte crecimiento condujo a valoraciones cada vez más estiradas en algunos países de la zona del euro, ya que la dinámica de los precios de la vivienda superó los fundamentos. El volumen de préstamos para la vivienda ha seguido mostrando un crecimiento estable, pero es probable que el fuerte aumento sin precedentes de los costes de los préstamos desde principios de 2022 y el endurecimiento adicional previsto de las condiciones financieras reduzcan la demanda de nuevos préstamos en el futuro. Los hogares de la zona del euro también han declarado que es menos probable que compren o construyan una casa, mientras que una proporción menor de empresas constructoras espera que los precios de la construcción aumenten y el PMI de la construcción residencial refleja un debilitamiento de la actividad en este sector. A medida que la demanda se desacelera, el sector de la construcción podría verse presionado, lo que podría generar un aumento de los incumplimientos y una disminución de la inversión. Los datos mensuales indican que en algunos mercados nacionales de RRE los precios han estado cayendo mes a mes desde finales del verano.

**Las tasas de interés más altas aumentarán los costos del servicio de la deuda de los hogares, y la velocidad del impacto variará según el tipo de hipoteca.**Entre principios de año y septiembre de 2022, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios aumentaron más de 110 puntos básicos a nivel de la zona del euro. Las simulaciones que utilizan datos a nivel de préstamo de préstamos hipotecarios titulizados de finales de 2021 muestran que un aumento en las tasas de interés de 200 puntos básicos conduciría a un aumento en la relación entre el servicio del préstamo y los ingresos de menos de ocho puntos porcentuales para la mayoría de los préstamos. Para los préstamos de tasa variable, habría un aumento a corto plazo en la carga del servicio de la deuda desde los niveles muy bajos recientes. Sin embargo, muchos hogares se han beneficiado de la caída del servicio de la deuda en los últimos años, cuando las tasas de interés estaban disminuyendo. Para los préstamos a tasa fija, el impacto de las tasas de interés más altas se vería principalmente después de 2027, ya que los períodos de fijación de la tasa de interés protegerían la deuda existente de muchos hogares de tasas de interés más altas durante varios años más.

**Los riesgos a la baja para los precios de los inmuebles inmobiliarios residenciales de la zona del euro han aumentado.**Los riesgos a la baja a corto plazo para los precios de los inmuebles inmobiliarios han aumentado significativamente, como se refleja en la pronunciada caída de los precios en riesgo de los inmuebles inmobiliarios residenciales en los dos primeros trimestres de 2022. Esta caída potencial de los precios de los inmuebles inmobiliarios en un escenario adverso es heterogénea en toda la zona del euro, ya que los países en los que las valoraciones están más ajustadas generalmente se enfrentan a un mayor riesgo de una corrección severa de los precios de los inmuebles inmobiliarios reales.[[dieciséis](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.16)] Una desaceleración tan pronunciada sigue siendo un riesgo de cola, ya que los hogares se han beneficiado en general de las condiciones favorables del mercado laboral y de las medidas de política macro prudencial basadas en los prestatarios, y la creciente proporción de hipotecas a tasa fija ha aumentado la resiliencia de los prestatarios en muchos países en los últimos años.

**Luego de cierta estabilización desde fines de 2021 hasta principios de 2022, los indicadores prospectivos también apuntan a un deterioro en los mercados inmobiliarios comerciales (CRE).**Si bien la dinámica del índice de precios para el segundo trimestre de 2022 se mantiene estable en términos generales, ha habido un fuerte aumento tanto en la proporción de inversores que consideran que el mercado se encuentra en la etapa de recesión del ciclo como en la proporción de inversores que consideran que los activos de CRE están sobrevaluados. Además, la gran mayoría de los inversores en bienes inmuebles comerciales de la zona del euro ahora informan de un deterioro de las condiciones de financiación. Esto ha coincidido con una fuerte subida de los tipos de interés de los nuevos préstamos a las sociedades no financieras y un deterioro de las condiciones de financiación de las empresas inmobiliarias tanto en los mercados de renta fija como de renta variable. Los datos de la encuesta también han informado una fuerte caída en la demanda de los inversores en todos los sectores de CRE. La inteligencia de mercado atribuye esto al enfoque de esperar y ver adoptado por los inversionistas que enfrentan incertidumbre sobre el camino futuro de las condiciones de financiamiento, la inflación y el entorno macro financiero.

**Tras un largo período de rápida expansión, es posible que los mercados inmobiliarios de la zona del euro hayan llegado a un punto de inflexión.** El aumento de las tasas de interés y los indicadores prospectivos generalmente apuntan a una moderación en los mercados de RRE, pero los riesgos a la baja a corto plazo también han aumentado, especialmente en aquellos países donde los niveles de deuda son elevados y las propiedades pueden estar sobrevaluadas. Los mercados de CRE se enfrentan a vientos en contra similares, lo que sugiere que la divergencia entre los dos mercados observada desde el comienzo de la pandemia del coronavirus (COVID-19) podría estar llegando a su fin. Una corrección pronunciada en los mercados de CRE podría tener un efecto adverso en el sistema financiero en general y en la economía real. Esto se debe a que las instituciones financieras pueden sufrir pérdidas directas, un mayor riesgo crediticio y caídas en los valores de las garantías, lo que podría limitar su capacidad para proporcionar financiamiento a las sociedades no financieras y que podría verse exacerbado por ciclos de retroalimentación negativa.

**2. Mercados financieros**



**2.1 Los mercados son frágiles en medio de una mayor incertidumbre macroeconómica**

**Ha aumentado el riesgo de que las condiciones de los mercados financieros se vuelvan desordenadas, en un contexto de inflación elevada, crecientes temores de recesión y condiciones financieras mundiales más estrictas.**Si bien las presiones inflacionarias han aumentado, las perspectivas de crecimiento se han debilitado. Los mercados de tipos de interés han mostrado una elevada volatilidad, ya que los participantes del mercado ajustan continuamente sus expectativas con respecto a la trayectoria de la política monetaria.[[17](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.17)] Las comunicaciones del banco central y las publicaciones de datos económicos y de inflación clave, en ocasiones, han sido seguidas por movimientos adversos de precios relativamente grandes en todas las clases de activos.[[18](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.18)] Las expectativas con respecto a la trayectoria de las tasas oficiales, vistas a través de la lente de los mercados, se han ajustado hacia más aumentos anticipados de tasas en 2022 pero menos aumentos adicionales en 2023. Tal endurecimiento del banco central mientras el crecimiento se desacelera, en contraste con la relajación de la política monetaria observada durante episodios anteriores de débil crecimiento, puede aumentar las presiones a la baja sobre las valoraciones de los activos de riesgo. Además, si bien las correcciones recientes en los precios de los activos han sido ordenadas, ahora existe un riesgo elevado de que la dinámica del mercado se vuelva desordenada.

**La evolución del mercado también refleja mayores temores de recesión, aunque todavía hay mucha incertidumbre.**La curva de rendimiento del Tesoro de EE. UU. muestra una inversión relativamente fuerte, mientras que la curva de rendimiento de los bonos del gobierno alemán se ha aplanado considerablemente: para los Estados Unidos, la inversión se considera frecuentemente como un indicador de un mayor riesgo de recesión.[[19](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.19)],[[20](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.20)]La zona del euro puede ser especialmente vulnerable al riesgo de recesión debido a su dependencia de las importaciones de energía.[[21](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.21)]Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro se han vuelto más elevados. Al mismo tiempo, las curvas de crédito de los bonos corporativos siguen teniendo una pendiente positiva. Durante las recesiones económicas, las curvas de crédito históricamente han tendido a invertirse o aplanarse considerablemente.

**Las correcciones recientes en las valoraciones de los activos de riesgo pueden haber sido impulsadas en gran medida por aumentos en las tasas de interés, y los precios de los activos aún podrían estar estirados dada la perspectiva actual.**La teoría de fijación de precios de activos implica que el valor razonable de un activo refleja el valor actual descontado de sus flujos de efectivo futuros esperados. Cuando las tasas libres de riesgo y las primas de riesgo aumentan, el valor presente de los flujos de efectivo futuros cae. Las primas de riesgo tienden a aumentar cuando aumentan las tasas libres de riesgo, lo que erosiona aún más el valor de los activos de riesgo.[[22](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.22)]Los precios de las acciones de la zona del euro descendieron a medida que aumentaban los tipos y nuevos aumentos (inesperados) de los tipos podrían desencadenar correcciones adicionales en las valoraciones de los activos de riesgo. Dada la importancia de las tasas libres de riesgo para la valoración de la mayoría de los activos, los precios de los activos también han mostrado co-movimientos relativamente fuertes entre diferentes clases de activos. Este co-movimiento más fuerte complica las estrategias de cobertura y podría dar lugar a pérdidas mayores de lo esperado y más frecuentes.

**La volatilidad en los mercados de tasas de interés ha sido alta, luego de que las tasas de inflación tanto observadas como esperadas excedieran las metas del banco central.**Las tasas libres de riesgo dependen en gran medida de la trayectoria esperada de las tasas de política del banco central. En un contexto de inflación muy por encima de los objetivos del banco central, los participantes del mercado se han vuelto más sensibles a las noticias que podrían afectar la trayectoria de la tasa de política y la volatilidad de la tasa de interés real ha aumentado notablemente. En términos más generales, la combinación de altos niveles de deuda pública y presiones fiscales elevadas (Capítulo **1**) y una política monetaria menos acomodaticia ejerce una mayor presión sobre los mercados de tipos de interés. Los cambios rápidos en las tasas de interés pueden causar tensiones en los mercados y desafiar a las instituciones financieras a través, por ejemplo, de llamadas de margen sobre derivados de tasas de interés. Un ejemplo de tales tensiones es la reciente agitación en el mercado de bonos soberanos del Reino Unido, que estalló en septiembre después de que se propusiera un nuevo presupuesto. Las instituciones financieras no bancarias, en particular los fondos de pensiones, sufrieron presiones de liquidez por las llamadas de margen sobre derivados de tasas de interés y posiciones apalancadas en bonos del gobierno. Esto también subraya la importancia de la preparación de liquidez para las instituciones financieras no bancarias, especialmente cuando se utiliza el apalancamiento.

**La liquidez del mercado en los mercados de bonos ha sido relativamente baja recientemente, lo que aumenta la probabilidad de que se arraigue una dinámica desordenada del mercado.**La liquidez del mercado afecta la facilidad con la que los participantes del mercado pueden comprar o vender activos sin hacer grandes concesiones de precios. Los diferenciales de oferta y demanda elevados sugieren que los mercados de bonos de la zona del euro se han vuelto menos líquidos. Los mercados del Tesoro de EE. UU. también muestran signos de mayores fricciones. La liquidez del mercado puede deteriorarse rápidamente en tiempos de tensión, lo que aumenta el riesgo de que se afiance la dinámica de venta forzosa.

**En resumen, si bien las correcciones recientes del mercado han sido relativamente ordenadas, la dinámica del mercado puede volverse desordenada en caso de que se produzcan más perturbaciones adversas.**En el contexto de un mayor riesgo de recesión, endurecimiento de las condiciones financieras, alta volatilidad y signos de menor liquidez en los mercados de tipos y crédito, es más probable que nuevos shocks adversos desencadenen una corrección desordenada en las valoraciones de los activos de riesgo. Los shocks adversos también pueden ser más probables debido a los altos niveles de incertidumbre económica y macro financiera. Los desencadenantes podrían emanar de las continuas tensiones en la economía china, las vulnerabilidades de los mercados emergentes y los desarrollos geopolíticos. [[23](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.23)]

**2.2La deuda emitida por soberanos y empresas más endeudados plantea vulnerabilidades**

**El entorno desafiante de mayor inflación, menor crecimiento y condiciones financieras más restrictivas podría generar estrés en los mercados de deuda, especialmente para los emisores más endeudados.**Las tasas de interés más altas tienen un mayor impacto negativo en las ganancias de las empresas más endeudadas y también tienen un mayor impacto negativo en las posiciones fiscales de los gobiernos más endeudados. Además, las tasas de mercado y los diferenciales han aumentado más para los emisores más endeudados.[[24](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.24)] Estas presiones por el lado de la financiación pueden verse exacerbadas por las perspectivas macro financieras más negativas, lo que podría dar lugar a rebajas y mayores tasas de morosidad en el sector empresarial. El impacto en el mercado de las rebajas de grado de inversión a alto rendimiento puede verse amplificado por las restricciones en los mandatos de inversión de los inversores institucionales, y también puede conducir a un acceso deficiente al mercado.[[25](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.25)] Aun así, según los estándares históricos, las tasas de degradación e incumplimiento se han mantenido bajas en 2022.

**Las primas de riesgo han aumentado a medida que aumentan las tasas.**Los aumentos en las tasas de interés tienen un mayor impacto adverso en las empresas y soberanos más endeudados, ya que sus gastos por intereses crecen relativamente más para un aumento de tasa dado. Por esta razón, las primas de riesgo tienden a aumentar más, casi mecánicamente, para los emisores más endeudados cuando aumentan las tasas libres de riesgo. Las tasas más altas también pueden incitar a los inversores a reequilibrar sus carteras lejos de los activos de mayor riesgo a medida que se reduce su capacidad de asumir riesgos. Tal ampliación divergente de la dispersión puede volverse auto-reforzante. Dicho esto, hasta ahora los diferenciales en la zona del euro se han movido constantemente con tasas libres de riesgo y su sensibilidad a las subidas de los tipos de interés parece haber disminuido tras la aprobación del Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI) por el Consejo de Gobierno del BCE.

**Un aumento en las posiciones cortas puede haber reflejado la anticipación de los participantes del mercado de una ampliación heterogénea de los diferenciales.**Las posiciones cortas en bonos soberanos de la zona del euro aumentaron a lo largo de 2021 y en la primera mitad de 2022, ya que los participantes del mercado pueden haber anticipado subidas de tipos a medida que aumentaban las presiones inflacionistas. El monto teórico de las posiciones cortas en bonos emitidos por los soberanos más endeudados aumentó más que los de los soberanos menos endeudados. Esto podría reflejar las expectativas de una ampliación moderada de los diferenciales relacionada con los aumentos de tipos (véase más arriba), aunque también podría apuntar a un posicionamiento más especulativo.

**Los costos de financiamiento de los soberanos más endeudados pueden aumentar más rápido que los de los soberanos menos endeudados, exacerbados por las vulnerabilidades en su estructura de financiamiento.**Además de una mayor ampliación del diferencial para los soberanos más endeudados, como se mencionó anteriormente, la estructura de financiamiento de algunos soberanos endeudados podría generar un impacto adverso a corto plazo más sustancial de un aumento dado en los costos de financiamiento marginales (de mercado) en el costo de financiamiento promedio de un país. Algunos países también tienen una mayor proporción de títulos de deuda con vencimiento a corto plazo. A medida que se renueve la deuda, los costos promedio de financiamiento aumentarán con relativa mayor rapidez para estos países, en igualdad de condiciones. En la medida en que los pagarés vinculados a la inflación y de tasa flotante no estén totalmente cubiertos, algunos países más endeudados también pueden estar más directamente expuestos a tasas más altas y una inflación más alta.[[26](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.26)] Al mismo tiempo, es probable que el Instrumento de Protección de la Transmisión del BCE reduzca el riesgo de una ampliación desordenada de los diferenciales que no esté justificada por los fundamentos específicos de cada país. En general, los soberanos de la zona del euro también han ampliado el vencimiento medio de su deuda durante la última década y, en la medida en que la deuda no está ligada a la inflación, el valor real de la deuda pendiente ha caído.

**Las empresas de alto rendimiento también muestran vulnerabilidades en sus estructuras de financiación, lo que podría exponerlas a condiciones de mercado desafiantes.**Los emisores de alto rendimiento tienen una mayor participación agregada de deuda de tasa flotante basada en el mercado que los emisores de grado de inversión, lo que los expone más directamente a tasas de interés crecientes, mientras que los instrumentos de tasa fija brindan cierto margen de maniobra hasta que la deuda vence y hay que darle la vuelta. Al mismo tiempo, los emisores de alto rendimiento también tienen necesidades de refinanciamiento a corto plazo ligeramente más bajas que los emisores de grado de inversión.[[27](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.27)] Los préstamos apalancados, que suelen ser emitidos por emisores con una calificación crediticia de alto rendimiento y niveles elevados de apalancamiento, suelen ser instrumentos de tasa variable. Los diferenciales en los mercados de préstamos apalancados de la zona del euro han aumentado en consonancia con el mercado de bonos corporativos de alto rendimiento.

**La actividad del mercado primario ha disminuido drásticamente para los emisores corporativos de alto rendimiento.**La emisión de empresas de alto rendimiento se ha moderado desde que Rusia invadió Ucrania, mientras que la emisión de emisores con calificación de grado de inversión ha disminuido mucho menos. Esto puede reflejar el hecho de que las condiciones de emisión de las empresas con calificaciones bajas tienden a ser desfavorables en épocas de bajo crecimiento, mayor incertidumbre y elevada volatilidad.

**2.3 La zona del euro es especialmente vulnerable a la crisis del gas natural y la energía**

**Los diferenciales de crédito de la zona del euro sugieren que los precios más altos del gas natural podrían estar asociados con un mayor riesgo crediticio.**El aumento de los precios del gas natural ha pesado más en la zona del euro que en otras economías desarrolladas debido a su dependencia de las importaciones y la limitada sustituibilidad (a corto plazo) del gas natural en la generación de electricidad y los procesos de producción industrial. Si bien ciertos sectores son más vulnerables que otros, los índices crediticios amplios muestran que los diferenciales se amplían en comparación con los equivalentes estadounidenses cuando los precios del gas natural en la zona del euro son relativamente más altos, panel a). Es probable que las vulnerabilidades sectoriales divergentes reflejen diferencias en la intensidad energética de la producción, pero también pueden emanar de las dependencias aguas arriba y aguas abajo y el impacto macroeconómico del aumento de los precios de la energía en la demanda general.

**A medida que los precios del gas natural y la energía aumentaron simultáneamente, los requisitos de margen se dispararon para las empresas de servicios públicos y energía que se cubren en los mercados de derivados.**Las empresas pueden cubrir las exposiciones a la energía en los mercados de derivados, que requieren que las contrapartes publiquen un margen de variación (que refleje los cambios de precios) y un margen inicial (que refleje la volatilidad de los precios). Los grandes y rápidos aumentos en los requisitos de margen (es decir, llamadas de margen) pueden generar importantes necesidades de liquidez. En consecuencia, cuando los precios de la electricidad y el gas natural se dispararon en agosto de 2022, algunas empresas de los sectores de energía y servicios públicos enfrentaron presiones de liquidez sustanciales para cumplir con las llamadas de margen.

**El euro se ha depreciado frente a muchas otras monedas en los últimos meses, y es posible que los elevados precios de la energía en la zona del euro influyan.**Dado que la zona del euro es un importador neto de energía, los elevados precios de la energía han contribuido al deterioro de la relación de intercambio. Además, los flujos de cartera globales se han alejado de la zona del euro, muy probablemente en respuesta a la evolución de los precios de la energía y al deterioro de las perspectivas macroeconómicas.[[28](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.28)] Dicho esto, otros factores, como las diferencias en el ritmo de endurecimiento de las políticas, también han contribuido al debilitamiento del euro, que cayó por debajo de la paridad frente al dólar estadounidense por primera vez desde 2003. Una perspectiva más débil para el euro, en combinación con una volatilidad elevada en los mercados de divisas, podría disuadir a los inversores extranjeros. La reducción del apetito de los inversores extranjeros por los activos de la zona del euro podría tener un efecto desestabilizador en algunos segmentos del mercado. En términos más generales, los flujos bancarios y de cartera globales pueden ser sensibles a los cambios en la orientación de la política monetaria en países individuales fuera de la zona del euro, como Estados Unidos y Japón.[[29](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.29)] Además, algunos emisores tienen una cantidad considerable de deuda pendiente de mercado en moneda extranjera (en particular, denominada en dólares estadounidenses.[[30](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.30)],[[31](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.31)] Puede ser un desafío refinanciar dicha deuda en términos favorables.

**Recuadro 2**

**Correlaciones cruzadas de activos en un entorno más inflacionario y desafíos para las estrategias de diversificación**

**Preparado por Benjamín Mosk, Lorenzo Pangallo y Sebastiano Michele Zema**

**Los inversores pueden reducir el riesgo de la cartera combinando activos que no están perfectamente correlacionados.**La diversificación es un ingrediente clave en el proceso de asignación de activos según la teoría de la cartera, ya que el riesgo idiosincrásico se puede reducir combinando activos o clases de activos que no están perfectamente correlacionados. Históricamente, las acciones y los bonos han tendido a mostrar una baja correlación positiva (< 0,5) o incluso negativa de rentabilidad. La clásica "división 60/40" de acciones y bonos, a menudo vista como un punto de referencia para los inversores pasivos, es un ejemplo de una cartera que intenta proporcionar un mejor rendimiento ajustado al riesgo mediante la adición de bonos a una cartera de renta variable pura.[[32](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.32)] Aunque los rendimientos de los bonos suelen ser más bajos que los de las acciones durante períodos de tiempo más largos, sus beneficios de diversificación justifican la inclusión de bonos en una cartera.

**3. Sector bancario de la zona del euro**



**3.1 Las preocupaciones sobre la calidad de los activos aumentan en medio de los crecientes riesgos de recesión**

**Los índices de morosidad (NPL) de los bancos continuaron su tendencia a la baja en la primera mitad de 2022, impulsados ​​por las titulizaciones y las enajenaciones de activos.**Una nueva disminución en el volumen de NPL y el continuo crecimiento del crédito contribuyeron a la disminución del índice total de NPL. Como resultado, tanto los saldos de NPL agregados como la tasa de NPL alcanzaron sus niveles más bajos desde que se publicaron por primera vez en 2015 los datos supervisores sobre entidades significativas. de las enajenaciones fue más lenta que en 2021.

**Excepto por las exposiciones a Rusia y Ucrania, las tasas de incumplimiento aún no han mostrado signos de estrés.**Las tasas de impago de los últimos cuatro trimestres se mantuvieron prácticamente estables en las exposiciones al riesgo de crédito de los bancos de la zona del euro frente a los países más grandes de la zona del euro. Por el contrario, aumentaron considerablemente debido a las exposiciones a Rusia y Ucrania, alcanzando el 6,5 % y el 9,3 %, respectivamente, en el segundo trimestre de 2022. Esto no tuvo un impacto material en la tasa de incumplimiento general, dadas las exposiciones relativamente pequeñas a estos países. [[33](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.33)]

**Las métricas más prospectivas de la calidad de los activos muestran un aumento renovado en la proporción de préstamos de la Etapa 2 a un nivel justo por encima del pico alcanzado durante la pandemia.**[[34](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.34)] El coeficiente de préstamo agregado de la etapa 2 de los bancos para préstamos no financieros y préstamos a los hogares aumentó ligeramente por tercer trimestre consecutivo, en consonancia con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. En los dos primeros trimestres de 2022, esto se debió principalmente al aumento de las entradas netas de préstamos corporativos de Etapa 2, pero también se pueden detectar signos de mayor riesgo crediticio en el repunte de las entradas netas de préstamos a hogares de Etapa 2 en el segundo trimestre de 2022.

**A pesar de un fuerte deterioro en las perspectivas de crecimiento, no hubo un aumento notable en los índices de cobertura de provisiones en la primera mitad de 2022.** Tras un aumento en el trimestre anterior, los índices de cobertura de provisiones tanto en préstamos morosos como en etapa 2 disminuyeron en el segundo trimestre de 2022. Tanto para los índices de cobertura de provisiones de NPL como de la Etapa 2, la disminución reciente se debió principalmente a la caída de la cobertura de provisiones para préstamos NFC. En el caso de la cobertura de NPL, esto puede reflejar en parte un efecto de composición, ya que los bancos tienden a vender los préstamos más antiguos y mejor provistos. De cara al futuro, los bancos con supuestos macroeconómicos menos conservadores que subyacen a sus modelos de pérdidas crediticias esperadas pueden enfrentar un riesgo de mayores aumentos en sus necesidades de provisiones si las condiciones macroeconómicas se deterioran más de lo esperado.

**La calidad crediticia de los consumidores intensivos de energía** [[35](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.35)] **las empresas se deterioraron tras la invasión rusa de Ucrania.**Las probabilidades promedio de incumplimiento (PD) de las empresas altamente dependientes de los insumos energéticos aumentaron alrededor de 50 puntos básicos desde marzo de 2022, mientras que las empresas menos intensivas en energía vieron disminuir levemente sus PD. La relación entre provisiones y préstamos no impagos de las empresas con un uso intensivo de la energía casi se duplicó, en comparación con un ligero aumento para las empresas con un uso menos intensivo de la energía.

**En el segmento de hogares, la calidad del crédito al consumo mostró los primeros signos de debilidad y es vulnerable a aumentos en el costo de vida.**El crédito al consumo creció a un ritmo más rápido que la suma de los préstamos a hogares y empresas en varios países entre 2020 y 2022, y la participación del crédito al consumo aumentó hasta 25 puntos básicos en los sectores bancarios de varios países. En algunos casos, el rápido crecimiento del crédito al consumo coincidió con un aumento significativo en la tasa de mora del crédito al consumo, aumentando hasta 120 puntos básicos entre 2020 y mediados de 2022, y las exposiciones en este segmento pueden representar hasta el 140% del Tier 1 capital. Las exposiciones crediticias al consumo son particularmente vulnerables al impacto negativo del aumento del costo de vida, el aumento de la inflación y las tasas de interés en la capacidad de pago de los hogares (en los quintiles de ingresos más bajos), en particular para aquellos bancos que relajaron sus estándares crediticios para generar tasas de crecimiento más altas (**Característica especial B**). El aumento de las tasas hipotecarias tiene un impacto heterogéneo entre países en las carteras hipotecarias de los bancos debido a las grandes diferencias en la proporción de hipotecas a tasa fija.

**Una parte sustancial de los préstamos NFC de los bancos corren el riesgo de tasas de interés más altas y precios de la energía, pero esta proporción varía mucho entre países.**En general, la proporción de préstamos NFC vulnerables a aumentos en las tasas de interés o los precios de la energía, o ambos, varía significativamente entre países y puede alcanzar hasta el 24%. Los bancos en la mayoría de los países tienen exposiciones significativas que son particularmente vulnerables a los cambios en los precios de la energía.[[36](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.36)] Por el contrario, las vulnerabilidades a tipos de interés más altos están más concentradas: la proporción de exposiciones a empresas que son vulnerables a aumentos en los tipos de interés del total de préstamos NFC alcanza el 12 % en algunos países, mientras que en conjunto se acerca al 6 %.[[37](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.37)] Estas empresas no pueden cubrir sus pagos de intereses con sus ganancias antes de intereses e impuestos y ya tienen una PD elevada. Cualquier aumento adicional en las tasas de interés o los precios de la energía acercará a estas empresas al incumplimiento y requerirá más provisiones.

**Los préstamos que actualmente no son vulnerables al aumento de las tasas de interés tienen ICR significativamente más altos y existe una heterogeneidad sustancial en los períodos de fijación de tasas.**En igualdad de condiciones, la mayoría de los sectores bancarios de la zona del euro registrarían un pequeño aumento en la proporción de préstamos vulnerables después de un aumento de la tasa de 100 puntos básicos o incluso de 200 puntos básicos. Esto se debe principalmente a que las empresas tienen un EBIT lo suficientemente alto como para que un aumento moderado de la tasa de interés no empuje su índice de cobertura de intereses por debajo de 1. Además, también se debe al papel destacado que desempeñan los préstamos a tasa fija en algunos países.[[38](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.38)] Si bien es tranquilizador que las tasas de interés más altas no conducirían a un aumento significativo en las exposiciones consideradas en riesgo, este análisis de sensibilidad no tiene en cuenta los riesgos para las ganancias corporativas, que también podrían tener un impacto adverso en la calidad de los activos.

**Hay indicios de que los riesgos crediticios aumentan a pesar de la disminución de los índices de morosidad, y la perspectiva de la calidad de los activos se ha deteriorado significativamente en los últimos seis meses.**La perspectiva de la calidad de los activos para los bancos está rodeada por una mayor incertidumbre derivada de una combinación de vulnerabilidades existentes al aumento de los precios de la energía y las tasas de interés. Además, también hay focos de riesgo crediticio en expansión en las carteras de préstamos a los hogares de los bancos, y la calidad del crédito al consumo está sujeta a riesgos a la baja debido a posibles aumentos en el costo de vida. Si los resultados macroeconómicos resultan ser peores de lo esperado actualmente, los bancos pueden enfrentar mayores aumentos en sus necesidades de provisiones, también dada la reciente disminución en los índices de cobertura de provisiones.

**3.2 Los beneficios se benefician del aumento de los tipos de interés, pero el riesgo crediticio empaña las perspectivas**

**La rentabilidad bancaria mejoró levemente en la primera mitad de 2022, impulsada por una mayor utilidad operativa, aunque a un ritmo más lento que en 2021.** El ROE de cuatro trimestres de las instituciones significativas aumentó a 7% en el segundo trimestre de 2022. [[39](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.39)] Esto representa su nivel más alto desde 2015, cuando se publicaron por primera vez los datos de supervisión de las instituciones significativas. En comparación con fines de 2021, la mejora se debió principalmente a mayores ingresos operativos, que compensaron con creces los aumentos moderados en los costos operativos y los pequeños aumentos en las provisiones para préstamos incobrables. El crecimiento de los ingresos operativos se aceleró en el segundo trimestre de 2022, en parte impulsado por mayores ingresos netos por intereses. Las publicaciones de resultados del tercer trimestre de los bancos que cotizan en bolsa sugieren que la rentabilidad de los bancos de la zona del euro puede haber mejorado en comparación con el año anterior. Esto se debió principalmente al fuerte crecimiento continuo de los ingresos netos por intereses, mientras que el costo del riesgo de los bancos se mantuvo contenido a pesar de un modesto aumento.

**El crecimiento de los ingresos netos por intereses se aceleró en medio del aumento de las tasas y la pronunciación de las curvas de rendimiento, mientras que el crecimiento de los ingresos por comisiones se desaceleró levemente debido a una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros.**El crecimiento interanual del margen de intereses trimestral se aceleró hasta casi el 9 % en el segundo trimestre de 2022, respaldado por la ampliación de los márgenes de interés netos y el continuo crecimiento sólido de los préstamos. Un desglose de la variación de los ingresos netos por intereses por instrumento muestra que el aumento de los ingresos por intereses sobre préstamos superó el aumento de los gastos por intereses sobre depósitos, mientras que los ingresos netos por intereses sobre valores representativos de deuda pasaron a ser positivos en el segundo trimestre de 2022. Los ingresos netos por honorarios y comisiones siguieron contribuyendo positivamente al crecimiento de los ingresos operativos, aunque a un ritmo más lento. Esta ralentización refleja el impacto negativo de la eliminación de riesgos de los inversores en los flujos de fondos de inversión (**capítulo 4**), junto con una disminución de las actividades de suscripción de acciones y deuda. Como resultado, los ingresos por comisiones de gestión de activos, la distribución de productos de inversión de terceros y las actividades relacionadas con valores crecieron a un ritmo significativamente más lento, o en algunos casos incluso disminuyeron, en la primera mitad de 2022. Al mismo tiempo, el crecimiento de las comisiones relacionadas con los pagos se mantuvo sólido. Tras un fuerte aumento en 2021, los ingresos por negociación y las ganancias no realizadas de los activos a precio de mercado tuvieron un impacto neutral combinado en el crecimiento de los ingresos finales de cuatro trimestres en la primera mitad de 2022, en medio de una mayor volatilidad del mercado financiero.

**Los gastos operativos han aumentado a un ritmo más lento que los ingresos, lo que ha resultado en una mejor relación costo-ingreso.**Tanto los costos de nómina como otros costos administrativos contribuyeron al crecimiento de los gastos de operación, aunque el ritmo de crecimiento de los costos fue inferior al de la inflación.[[40](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.40)] Asimismo, los costes salariales crecieron más lentamente en el segundo trimestre de 2022 (+2,1 %) que la remuneración agregada por asalariado en la eurozona (+4,6 %), lo que puede reflejar en parte el impacto de las reducciones de personal en algunos bancos. Dado que el aumento moderado de los costos operativos fue más que compensado por el fuerte crecimiento de los ingresos, la relación costo-ingreso de los bancos mejoró aún más, alcanzando su valor promedio más bajo desde 2015.

**Tras una fuerte caída durante 2021, el costo del riesgo se ha estabilizado en los mínimos previos a la pandemia a pesar del deterioro de las perspectivas de crecimiento.**[[41](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.41)] Desde la perspectiva de las acciones, las reservas para pérdidas crediticias continuaron disminuyendo, impulsadas principalmente por las salidas de fondos por enajenaciones, titulizaciones y cancelaciones en medio de continuas reducciones de los préstamos morosos. Desde una perspectiva de pérdidas y ganancias, los bancos en el cuartil superior del índice de morosidad experimentaron una fuerte disminución en el costo del riesgo, en comparación con un patrón más estable para otros bancos. Los cambios en las provisiones para préstamos incobrables de los bancos fueron bastante heterogéneos, con una ligera mayoría de bancos en la muestra registrando aumentos en su costo de riesgo final entre finales de 2021 y mediados de 2022. En particular, los bancos más expuestos a los sectores intensivos en energía tendieron a aumentar las provisiones, en contraste con el patrón más estable mostrado por los bancos menos expuestos. De manera similar, algunos bancos aumentaron significativamente sus provisiones sobre exposiciones a Rusia y Ucrania en la primera mitad de 2022.

**De cara al futuro, los bancos enfrentan el riesgo de mayores costos de provisión en 2023 debido a un debilitamiento significativo de las perspectivas macroeconómicas.**En primer lugar, el alcance de nuevas liberaciones de provisiones debido a las reducciones de NPL puede haberse vuelto más limitado a la luz de las perspectivas macroeconómicas más débiles. En segundo lugar, es posible que los supuestos macroeconómicos subyacentes al modelo de pérdidas esperadas de los bancos aún deban actualizarse para tener en cuenta el deterioro de las perspectivas macroeconómicas desde que se realizaron las proyecciones subyacentes al aprovisionamiento del segundo trimestre. De hecho, tanto las proyecciones de los analistas como las del modelo sugieren que se espera que un empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas aumente los costos de provisionamiento en 2023, y las proyecciones internas del modelo del BCE parecen más conservadoras que las de los analistas de mercado. A noviembre, la proyección del costo del riesgo para 2023 del modelo aumentó significativamente en comparación con agosto, principalmente debido a un nuevo deterioro en las perspectivas económicas y, en menor medida, a las mayores expectativas de tasas de interés a corto plazo. Esto también debe verse en el contexto de la disminución de los índices de cobertura para los préstamos de la Etapa 2 en el segundo trimestre de 2022, lo que podría plantear más riesgos para el costo del riesgo y la rentabilidad de los bancos en el futuro.

**A pesar del impacto positivo de los nuevos aumentos de tasas esperados, las perspectivas generales de rentabilidad se han deteriorado y las expectativas del mercado pueden ser demasiado optimistas.**Las previsiones de los analistas de consenso para el ROE de los bancos cotizados en 2023 se han revisado ligeramente al alza desde mayo, ya que se prevé que el efecto positivo de los tipos más altos compense con creces el impacto negativo de la débil actividad económica en las provisiones para pérdidas crediticias. Sin embargo, Las perspectivas de rentabilidad de los bancos están sujetas a cuatro fuentes de riesgo a la baja. En primer lugar, el crecimiento de los ingresos netos por intereses podría verse afectado negativamente por un menor crecimiento del volumen de préstamos en una recesión económica. En segundo lugar, los ingresos de la banca de inversión y la gestión de activos ya han disminuido y se han estancado en la primera mitad de 2022 y siguen siendo vulnerables a correcciones de precios de activos más importantes (**Capítulo 2**). En tercer lugar, se espera que los costos operativos permanezcan bajo presión en un entorno de alta inflación, mientras que los pronósticos de consenso de los analistas predicen que los costos operativos agregados de los bancos que cotizan en bolsa no aumentarán desde los niveles (esperados) de 2022. Por último, unos resultados macroeconómicos peores de lo esperado actualmente podrían conducir a un aumento de las provisiones superior al previsto en este momento.

**De hecho, una comparación de provisiones bancarias proyectadas y realizadas sugiere que los riesgos para los costos de provisiones están sesgados al alza.**La comparación de las provisiones reales y proyectadas utiliza los escenarios adversos ("línea de base") y severamente adverso ("adverso") del análisis de vulnerabilidad de 2022. El primero sigue estando muy cerca del escenario a la baja descrito en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre en términos de PIB proyectado y sendas de inflación. La brecha entre las provisiones reales y proyectadas bajo estos escenarios es particularmente pronunciada para las carteras de préstamos hipotecarios y de SNF. De cara al futuro, es casi seguro que las pérdidas por deterioro empeorarán en medio de los crecientes riesgos de recesión, sugiriendo que los bancos deberían acelerar su provisión.

**3.3 Los costes de financiación del mercado aumentan aún más, mientras que los coeficientes de capital siguen siendo sólidos a pesar de la reciente caída**

**Los costes de financiación de mercado de los bancos de la zona del euro han seguido aumentando, con poca dispersión en el mercado de bonos bancarios en los países de la zona del euro.**Si bien los rendimientos de los bonos fueron volátiles durante los meses de verano, reanudaron su tendencia alcista en agosto y, en noviembre, habían subido a niveles superiores a los máximos pandémicos para la mayoría de los instrumentos. A pesar de la tendencia alcista de los costes de financiación del mercado, existe poca dispersión entre los países de la zona del euro. A diferencia de episodios anteriores de tensión en la financiación soberana, hasta ahora no ha habido una diferenciación sustancial en los costes de financiación bancaria entre los países menos afectados y los más afectados por crisis pasadas.

**La emisión de bonos bancarios en algunos segmentos del mercado se ha visto afectada negativamente por mayores costos.**La actividad de emisión del mercado primario ha variado entre los segmentos del mercado de deuda. Por un lado, la emisión de bonos garantizados en lo que va del año superó los promedios a largo plazo, especialmente en los primeros meses del año, ya que muchos bancos adelantaron la emisión para asegurar menores costos de financiamiento, y también se beneficiaron del apoyo de la aún- compras netas en curso en el marco de los programas de compra de activos y compras de emergencia ante la pandemia del BCE. Por otra parte, los costes altísimos parecen haber afectado negativamente a la emisión de instrumentos de deuda de mayor riesgo, como los instrumentos de nivel 1 adicional y los instrumentos senior rescatables. Sin embargo, hubo heterogeneidad entre los bancos, ya que algunas instituciones emitieron bonos senior no preferentes por primera vez tras la regulación actualizada de la Junta Única de Resolución que hace que el requisito mínimo de fondos propios y pasivos admisibles (MREL) sea vinculante para más entidades.[[42](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.42)] De cara al futuro, es probable que los costes de financiación aumenten debido a la sustitución de la deuda en los próximos años, lo que puede encarecer la emisión de instrumentos elegibles para MREL, especialmente para emisores con calificaciones más bajas.

**Con el vencimiento progresivo de las operaciones de refinanciación a largo plazo específicas (TLTRO), se espera que los bancos reduzcan su financiación del banco central el próximo año, con poco impacto en su riesgo de liquidez sistémico.**Desde la introducción de las condiciones especiales de las TLTRO en junio de 2020, los bancos de la zona del euro han aumentado su dependencia de la financiación del banco central a expensas de la financiación de mercado a más largo plazo. Las últimas expectativas del mercado, de octubre de 2022, sugieren que es probable que los bancos reembolsen una gran parte de sus fondos TLTRO a mediados de 2023. Es probable que los reembolsos de las TLTRO de los bancos y el vencimiento acortado de los fondos restantes reduzcan sus coeficientes de cobertura de liquidez y sus coeficientes de financiación estable neta en el futuro, pero es probable que los posibles déficits sean limitados a nivel sistémico.

**Los índices de solvencia y apalancamiento de los bancos disminuyeron en la primera mitad de 2022, pero se mantuvieron en niveles sólidos.** La ratio media de Common Equity Tier 1 (CET1) de los bancos de la zona del euro se redujo en casi 60 puntos básicos hasta el 15 % en el primer trimestre y se estabilizó en este nivel en el segundo trimestre En conjunto, el crecimiento de los activos ponderados por riesgo (RWA) fue el factor que más contribuyó a la caída en la primera mitad de 2022, principalmente debido al sólido crecimiento de los RWA por riesgo de crédito. Esto, a su vez, fue impulsado por la continua solidez de los préstamos al sector privado, mientras que la migración de exposiciones relacionadas con Rusia a calificaciones crediticias más bajas y los efectos regulatorios (por ejemplo, pisos de ponderación de riesgo más altos en hipotecas) también contribuyeron al aumento en las ponderaciones de riesgo. (y por lo tanto APR) para algunos bancos. Al mismo tiempo, el cambio en el capital CET1 tuvo un efecto casi neutral en la ratio CET1 agregada. Esto se debe a que el impacto positivo de mayores utilidades retenidas fue ampliamente compensado por mayores pagos de dividendos y recompras de acciones, así como por el efecto negativo de la ampliación de los diferenciales soberanos en otros ingresos integrales acumulados. Al igual que el índice de RWA, los índices de apalancamiento de los bancos también cayeron de forma generalizada en el primer semestre, cayendo por debajo de sus niveles previos a la pandemia a fines de 2019. La disminución se debió principalmente al vencimiento de la exención de las reservas del banco central del cálculo del denominador.

**Las valoraciones de mercado de los bancos se están viendo afectadas negativamente por la elevada incertidumbre en torno a las perspectivas de rentabilidad y calidad de los activos de los bancos.**Los precios de las acciones de los bancos de la zona del euro han sido bastante volátiles desde que alcanzaron un mínimo tras la invasión rusa. Los temores emergentes de una recesión económica han contribuido a aumentar la incertidumbre sobre las perspectivas de rentabilidad de los bancos, aunque las perspectivas de rentabilidad de los bancos se han beneficiado de las expectativas de nuevos aumentos de tipos. Al mismo tiempo, la variación en torno a la relación positiva entre las valoraciones bancarias y las perspectivas de rentabilidad ha aumentado desde la invasión rusa, con una disminución de la relación precio/valor contable, mientras que las expectativas de ROE de los analistas para 2023 se han mantenido o incluso mejorado. Este aumento de la varianza puede reflejar mayores preocupaciones idiosincrásicas, que pueden haber dado lugar a primas de riesgo de renta variable más altas para algunos bancos debido a la mayor incertidumbre en torno a sus perspectivas de rentabilidad y calidad de los activos en medio de las crecientes expectativas de una recesión económica.

**Recuadro 3**

**Mercado de swaps de tipos de interés de la zona del euro y riesgo compartido entre sectores**

**Preparado por Alberto Grassi, Thore Kockerols, Francesca Lenoci y Cosimo Pancaro**

**La actividad de swaps de tipos de interés de la zona del euro ha aumentado considerablemente desde 2021, lo que refleja el papel fundamental de los derivados en la gestión del riesgo de tipo de interés a medida que han cambiado las expectativas de política monetaria.**Los swaps de tipos de interés ("swaps") representan la mayor parte del mercado de derivados de la zona del euro. Entre marzo de 2021 y septiembre de 2022, el nocional bruto de los swaps de EURIBOR, los derivados más negociados y líquidos utilizados para cubrir el riesgo de tipo de interés de las exposiciones denominadas en euros, aumentó alrededor de un 50 %. Si bien un trabajo anterior ha identificado cómo los bancos de la zona del euro están utilizando swaps en parte para administrar su riesgo de tasa de interés (IRR),[[43](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.43)]este recuadro utiliza datos del registro de operaciones sobre operaciones de swaps EURIBOR individuales entre 2019 y 2022 para identificar cómo se comparte el riesgo entre sectores en el mercado de swaps o, en otras palabras, quién pagaría márgenes a quién si las tasas cambiaran.[[44](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.44)]

**4. Sector financiero no bancario**



**4.1 Los bancos ajustan las carteras de riesgo a medida que aumentan los rendimientos**

**Los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) han comenzado a vender activos de mayor riesgo en respuesta al aumento de los rendimientos y al empeoramiento de las perspectivas del riesgo crediticio.**En medio de la creciente incertidumbre macroeconómica y las condiciones más restrictivas de los mercados financieros, el sector financiero no bancario ha reducido activamente las tenencias de bonos corporativos y soberanos desde principios de 2022. Las ventas de activos han reflejado los reembolsos de los inversores en fondos de inversión de mayor riesgo, pero también las necesidades de liquidez en las sociedades de seguros y los fondos de pensiones (ICPF) derivadas de la caducidad de las pólizas y las llamadas de margen sobre derivados de tipos de interés. Las ventas de bonos han tendido a concentrarse en emisores con calificaciones más bajas, lo que apunta a una reversión en la asunción de riesgos crediticios y la búsqueda de rendimiento observada en el entorno de tasas de interés bajas en los últimos años. Por lo tanto, los riesgos de estabilidad financiera a mediano plazo en el sector de las IFNB pueden disminuir en medio del aumento de las tasas de interés. Al mismo tiempo, la reducción de las tenencias de deuda de las sociedades no financieras (NFC) ha contribuido al endurecimiento de las condiciones financieras para las empresas de mayor riesgo. También pueden resaltar las preocupaciones sobre la prociclicidad del sector NBFI y su capacidad para proporcionar una fuente estable de financiamiento de la economía real en todos los puntos del ciclo. [[45](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.45)]

**Además de las ventas de activos, la revisión de precios del mercado ha contribuido a una caída significativa en el valor total de los activos en el sector financiero no bancario.**Los rendimientos altamente correlacionados entre acciones y títulos de deuda han afectado materialmente las carteras diversificadas de ICPF, así como una amplia gama de categorías de fondos de inversión. Junto con las ventas de activos y las salidas de los fondos de inversión, esto resultó en una contracción de alrededor de 2,3 billones de euros en los activos totales de las IFNB y una fuerte reducción del tamaño en relación con el sector bancario en la primera mitad de 2022. Las pérdidas de valoración en las carteras de bonos de entidades no bancarias se debieron principalmente a la elevada sensibilidad a los tipos de interés. Dado que el riesgo de duración estimado en las carteras de bonos sigue siendo alto, las IFNB con una brecha de duración positiva siguen siendo muy vulnerables a nuevos aumentos de las tasas de interés, aunque las posiciones de capital de los ICPF generalmente están protegidas contra el riesgo de tasa de interés por su brecha de duración negativa.[[46](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.46)]

**Cuadro 4.2**

Las carteras de NBFI son vulnerables a nuevas pérdidas de valoración y aumentos en el riesgo crediticio corporativo

**Una perspectiva macroeconómica en deterioro con posibles interrupciones en el suministro de gas o energía hace que las carteras de NFC de las IFNB sean vulnerables a los aumentos en el riesgo crediticio.**La incertidumbre macroeconómica y la alta inflación han empeorado las perspectivas para el riesgo crediticio de las NFC. A pesar de las recientes liquidaciones de inversiones en bonos soberanos y NFC comparativamente más riesgosas, el riesgo crediticio general en las carteras de NBFI sigue siendo alto. Las rebajas de calificación entre sus tenencias de deuda NFC aumentaron nuevamente en el segundo trimestre de 2022. En el contexto de las interrupciones del suministro de gas, la perspectiva del riesgo crediticio sigue siendo particularmente incierta para las inversiones de NBFI en industrias intensivas en gas. Si bien las carteras agregadas no están invertidas de manera desproporcionada en estas industrias, las exposiciones son grandes y pueden concentrarse en IFNB individuales.

**El riesgo de liquidez en las IFNB y la dinámica de amplificación asociada debido a las ventas forzadas de activos siguen siendo una preocupación importante.**Para los fondos de inversión, los riesgos surgen de un desajuste entre la liquidez de sus activos y sus términos de rescate, especialmente dadas sus tenencias generalmente bajas de efectivo y activos líquidos. Además, las IFNB que utilizan derivados, especialmente si están apalancadas, están expuestas al riesgo de liquidez de las llamadas de margen. Los ICPF y, en menor medida, los fondos de inversión, son usuarios importantes de derivados de tasas de interés y, por lo tanto, pueden necesitar liquidez adicional para cumplir con las llamadas de margen en el entorno de rendimiento cambiante.[[47](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.47)] Ante grandes shocks, esto podría provocar ventas forzadas de activos, lo que podría amplificar los desarrollos adversos del mercado y plantear una preocupación sustancial por la estabilidad financiera. Durante la turbulencia del mercado de marzo de 2020, y más recientemente tras los fuertes movimientos del mercado de deuda soberana del Reino Unido, estas dinámicas adversas solo se evitaron gracias a las intervenciones extraordinarias del banco central.[[48](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.48)] Esto ilustra la necesidad de abordar los riesgos relacionados con el apalancamiento y mejorar las posiciones de liquidez y la preparación en todo el sector de las IFNB.

**4.2 A pesar de cierta reducción del riesgo, el riesgo crediticio, de duración y de liquidez sigue siendo elevado en los fondos de inversión**

**Una amplia gama de fondos de inversión más riesgosos se ha enfrentado a importantes salidas de inversores, en medio de temores de recesión y condiciones financieras más estrictas.**Desde principios de año, los fondos de renta variable han estado sujetos a reembolsos considerables, y los fondos de pequeña y mediana capitalización, por lo general más volátiles, experimentaron salidas mucho mayores que sus pares de gran capitalización. Los fondos de bonos corporativos de alto rendimiento han experimentado salidas superiores al 15 % de los activos netos totales desde principios de año, vinculadas a la normalización global de la política monetaria. Esto supera las salidas del 12% observadas durante la turbulencia del mercado de marzo de 2020, aunque las salidas de este año se produjeron durante un período más largo. Un vuelo hacia la seguridad ha hecho que los fondos de bonos soberanos, especialmente aquellos que se centran en los Estados Unidos y los países de la zona del euro con calificaciones más altas, atraigan algunas entradas, a pesar de que en promedio no han superado a sus pares corporativos. En la segunda mitad de 2022, los fondos del mercado monetario (FMM) recibieron entradas probablemente impulsadas por una mayor volatilidad y sus rendimientos fueron positivos por primera vez en años como resultado de las subidas de tipos de interés. Los fondos ESG aún han atraído flujos netos positivos en conjunto durante los últimos meses, aunque han perdido algo de impulso en relación con las entradas extraordinariamente altas observadas en los últimos años.

**Paralelamente, los fondos de inversión de la zona del euro han mostrado cierta reducción de riesgos, con una venta masiva de bonos de menor calificación y un pequeño aumento en las tenencias de efectivo.**Las salidas de flujos y el sentimiento de riesgo cambiante han llevado a los fondos de inversión a vender bonos soberanos y corporativos de menor calificación, en su mayoría emitidos fuera de la zona del euro, desde finales del año pasado.[[49](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.49)]Si los fondos venden cada vez más los bonos emitidos por la zona del euro en el futuro, esto puede ejercer presión sobre los rendimientos, especialmente si los emisores pierden el estatus de grado de inversión y esto provoca ventas forzadas por parte de los fondos de bonos que tienen restricciones de calificación en su mandato de inversión. Las tenencias de efectivo de los fondos de inversión en relación con los activos totales también han aumentado ligeramente, lo que hace que el sector sea más resistente a futuras salidas de capital, aunque se mantienen en niveles bajos en términos históricos. El nivel de tenencia de efectivo varía entre los diferentes tipos de fondos y también ha aumentado para los fondos de bonos corporativos de la zona del euro, especialmente para el segmento de alto rendimiento. Este acaparamiento de efectivo procíclico, observado de manera similar en períodos anteriores de alta volatilidad del mercado, también puede haber contribuido al deterioro de las condiciones del mercado, ya que los fondos están vendiendo más activos de los necesarios para cumplir con los reembolsos.[[50](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.50)]

**A pesar de este reequilibrio de la cartera, los fondos de renta fija de la zona del euro han tenido un rendimiento medio bajo en los últimos meses, lo que podría conducir a una aceleración de las salidas en caso de perturbaciones de las primas de riesgo.**Las pérdidas recientes se reflejan en un fuerte incremento en el valor en riesgo de los fondos de bonos, que mide el peor desempeño semanal esperado con un nivel de confianza del 95 % basado en datos históricos del año anterior. Alcanzó valores medianos cercanos al 2%, por encima de los observados en crisis anteriores. De acuerdo con la relación flujo-rendimiento, los inversionistas reaccionan a las pérdidas rescatando sus acciones del fondo. Esto es particularmente pronunciado para los fondos de bonos corporativos menos líquidos [[51](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.51)] y para fondos de bonos apalancados.[[52](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.52)] Por lo tanto, es probable que se produzcan más salidas, y estas podrían acelerarse si hay caídas adicionales de precios en los mercados de bonos que podrían desencadenarse por una normalización de la política monetaria más rápida de lo esperado y/o noticias macroeconómicas negativas adicionales.

**Las posibles necesidades de liquidez de los fondos relativamente ilíquidos pueden amplificar la dinámica negativa del mercado.**Las salidas de ciertos fondos de inversión, como los fondos de bonos corporativos, pueden plantear problemas de estabilidad financiera. Esto se debe a que dichos fondos se caracterizan por un alto descalce de liquidez, dado que invierten en mercados con liquidez relativamente baja, tienen pocos activos líquidos y, a menudo, ofrecen reembolsos diarios a sus inversores. Tales salidas, especialmente si son abruptas y grandes, pueden obligar a estos fondos a vender activos menos líquidos. Las ventas forzadas pueden amplificar aún más las pérdidas y la dinámica de precios adversa, especialmente si la liquidez del mercado en los mercados de bonos corporativos de la zona del euro continúa deteriorándose. Esto puede conducir potencialmente a un círculo vicioso de rentabilidad negativa y reembolsos que aceleren la tensión del mercado. Y para los fondos de inversión que utilizan derivados, dicha dinámica adversa puede verse amplificada por la venta de activos para cumplir con las llamadas de margen.

**En un entorno de mayor volatilidad del mercado, ha aumentado la vulnerabilidad de los fondos a dichas salidas, necesidades de efectivo y ventas forzadas, a pesar de su reciente reducción del riesgo.**Si bien los fondos han reducido en cierta medida su riesgo crediticio y han aumentado sus posiciones de efectivo, la participación general de las tenencias de cartera de BBB y bonos de alto rendimiento todavía se encuentra por encima del 50 % y la liquidez de la cartera se mantiene en niveles bajos. Además, la duración agregada de la cartera de renta fija de los fondos de inversión se mantiene prácticamente inalterada, aunque parcialmente. En medio de los temores de recesión, la alta inflación y la normalización de la política monetaria, es más probable que estas vulnerabilidades se materialicen que en el pasado.[[53](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.53)]Y el rendimiento negativo podría desencadenar más salidas, precipitando una dinámica de liquidez adversa. Además, los riesgos pueden concentrarse en fondos individuales, incluidos potencialmente algunos que han asumido altos niveles de apalancamiento tradicional o sintético. [[54](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.54)], y cuyo incumplimiento podría dar lugar a una mayor pérdida de confianza. Todavía existe una gran necesidad de fortalecer la resiliencia de los fondos de inversión desde una perspectiva macro prudencial a la luz del alto descalce de liquidez y los focos de apalancamiento. Es importante garantizar que el sector no suponga un riesgo para la estabilidad del sistema financiero y que siga siendo una fuente fiable de financiación de la economía real.

**4.3 Las aseguradoras de vida se benefician de tasas de interés más altas, pero el sector aún podría amplificar la dinámica adversa del mercado**

**En general, las aseguradoras de la zona del euro mantuvieron sólidas posiciones de rentabilidad y solvencia en la primera mitad de 2022.** Hasta ahora, las aseguradoras han capeado bien la crisis energética y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. La rentabilidad agregada, medida por el rendimiento del capital, ha mostrado una tendencia al alza por encima de los niveles previos a la pandemia, panel a, gráfico de la izquierda), respaldada por sólidos resultados técnicos. Sin embargo, los ingresos por inversiones disminuyeron ligeramente en conjunto debido a la mayor volatilidad de los mercados, y algunas aseguradoras sufrieron caídas sustanciales. Las ratios de capital de solvencia obligatorio han aumentado, gracias principalmente a los efectos positivos netos de la subida de los tipos de interés en los balances de las aseguradoras de vida. En la misma línea, los índices combinados (pérdidas y gastos relacionados con siniestros divididos por primas ganadas) se mantuvieron por debajo del umbral del 100 % en promedio en la primera mitad de 2022.

**Los modelos de negocio de las aseguradoras están expuestos a diferentes riesgos relacionados con la alta inflación y el bajo crecimiento económico.**En lo que respecta a las aseguradoras de vida, un aumento gradual de las tasas de interés generalmente se asocia con un impacto positivo en las posiciones de capital. Este efecto tiende a ser más importante para las aseguradoras con brechas de duración negativas más grandes y que tienen una proporción elevada de pólizas de vida tradicionales en sus libros de respaldo. Esta participación ha disminuido de manera constante en los últimos años, ya que la venta de productos vinculados a unidades, donde las ganancias y pérdidas de inversión corren a cargo de los asegurados, ha seguido aumentando. Al mismo tiempo, aumentos particularmente pronunciados en las tasas de interés podrían obligar a las aseguradoras de vida expuestas a derivados de tasas de interés a vender activos para cumplir con las llamadas de margen, lo que podría precipitar una dinámica de mercado adversa más amplia. En particular, las aseguradoras y los fondos de pensiones utilizan swaps de tipos de interés para cubrir el riesgo de tipo de interés en los pasivos de prestación definida con vencimientos largos. Además, la alta inflación, el bajo crecimiento y la disminución de los ingresos reales de los hogares podrían tener un impacto en las perspectivas de crecimiento del sector de vida, ya que es probable que disminuya la demanda de pólizas de seguros y las caducidades podrían ser más generalizadas.

**Las aseguradoras de no vida están especialmente expuestas a la inflación de siniestros.** [[55](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.55)] Las (re)aseguradoras de no vida con brechas de duración positivas y bajos niveles de reservas podrían sufrir el impacto adverso de la inflación de siniestros en los márgenes y el capital. Además, el deterioro de las perspectivas macroeconómicas también podría reducir las perspectivas de crecimiento en las líneas de negocio de no vida más cíclicas, como el crédito comercial y la construcción. En última instancia, la alta inflación prolongada y el bajo crecimiento económico podrían socavar la rentabilidad en el futuro. Las preocupaciones sobre las perspectivas de rentabilidad son coherentes con los aumentos recientes en los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) de las aseguradoras.

**Dado que las aseguradoras son grandes inversores institucionales, su comportamiento de inversión juega un papel importante en la dinámica del mercado de bonos**. Las aseguradoras de la zona del euro son grandes inversores en los mercados de deuda soberana y corporativa de la zona del euro. Y la exposición de las aseguradoras de la zona del euro a la deuda soberana con calificación más baja sigue siendo alta en algunos países debido a un importante sesgo interno, panel a). Dado el deseo de evitar pérdidas de valoración y el hecho de que las carteras de algunas aseguradoras están restringidas a calificaciones de grado de inversión, especialmente en productos vinculados a unidades, el aumento de los diferenciales soberanos o las rebajas de calificación por debajo del grado de inversión, o los riesgos inminentes de ello, podrían provocar aseguradoras para liquidar algunas de estas tenencias soberanas. La liquidación generalizada de dichos bonos por parte de las aseguradoras, especialmente si va acompañada de ventas de fondos de bonos con mandatos de grado de inversión, podría aumentar la presión sobre los rendimientos y los diferenciales soberanos. Y si los rendimientos aumentan bruscamente, la dinámica adversa del mercado puede verse intensificada por los ICPF que necesitan vender activos para cumplir con las llamadas de margen. Por el contrario, un aumento gradual de los rendimientos podría aumentar la demanda general de las aseguradoras de bonos soberanos de la zona del euro con calificaciones más bajas, lo que aliviaría las preocupaciones sobre la fragmentación en los mercados de bonos soberanos. Al mismo tiempo, el riesgo de una dinámica de mercado desordenada e injustificada ha sido mitigado en parte por el Instrumento de Protección de Transmisión del BCE.

**El aumento de las catástrofes naturales relacionadas con el cambio climático y los costos asociados para la economía plantean desafíos para las (re)aseguradoras y pueden generar una brecha de protección de seguros cada vez mayor.**Hubo varios eventos relacionados con el clima severo en la primera mitad de 2022, con pérdidas aseguradas por catástrofes naturales globales estimadas actualmente en USD 35 mil millones, un 22% por encima del promedio de los últimos diez años. Tales eventos han enfatizado una vez más que las catástrofes naturales relacionadas con el clima están aumentando en frecuencia y gravedad en todas las áreas geográficas.[[56](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.56)]Las pérdidas aseguradas relacionadas con el clima ya están afectando los precios de las (re)aseguradoras y la capacidad de asegurar contra algunos de estos riesgos en regiones vulnerables.[[57](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.57)]Esta brecha cada vez mayor en la protección de los seguros puede tener consecuencias macroeconómicas adversas a mediano plazo.[[58](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.58)] Por lo tanto, se necesita una acción política para cerrar esta brecha. Los instrumentos del mercado de capitales también pueden complementar los esquemas de seguros para proporcionar liquidez inmediata para la reconstrucción después de los desastres, utilizando herramientas como los bonos de catástrofe, por ejemplo. En los últimos años, los bonos de catástrofe se han convertido en una fuente estable de capacidad complementaria al reaseguro, con una emisión que alcanzó un récord de USD 13 500 millones en 2021 y una fuerte emisión hasta la fecha en 2022.

**Recuadro 4**

**Balances de las aseguradoras en medio de tasas de interés al alza: transmisión y asunción de riesgos**

**Preparado por Christoph Kaufmann, Jaime Leyva y Manuela Storz**

**El sector asegurador de la zona del euro y su relevancia para la financiación de la economía real han crecido significativamente en las últimas dos décadas.**Al segundo trimestre de 2022, los activos totales del sector ascendían a alrededor de 8,5 billones de euros, lo que equivale a más de una cuarta parte de los activos del sector bancario de la zona del euro. Las inversiones de las primas de los asegurados por parte de las aseguradoras convierten al sector en uno de los mayores inversores en los mercados de deuda de la zona del euro. Como tales, las aseguradoras proporcionan una importante fuente de financiación para las empresas y los gobiernos de la zona del euro.[[59](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.59)]Esto significa que, en un entorno de tipos de interés cambiantes, los cambios en el comportamiento inversor del sector pueden afectar significativamente las condiciones de financiación del mercado; también pueden tener implicaciones para la estabilidad financiera, ya que las aseguradoras reequilibran los riesgos en sus carteras de inversión.

**5. Cuestiones de política macro prudencial**



**5.1 Fomentar la resiliencia del sistema financiero y avanzar en la agenda regulatoria en un momento de alta incertidumbre**

**Los avances regulatorios y el uso activo de políticas prudenciales desde la crisis financiera mundial han puesto al sector bancario en una buena posición para resistir la adversidad económica que puede resultar de los desarrollos actuales.** El estallido de la guerra en Ucrania ha agravado las vulnerabilidades macro financieras existentes. En concreto, el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, las presiones inflacionarias y las condiciones de financiación más estrictas están lastrando la capacidad de servicio de la deuda de los hogares y las empresas, aunque existen factores mitigadores como las reservas de efectivo de las empresas, los ahorros de los hogares y, hasta ahora, unas condiciones resistentes del mercado laboral. Al mismo tiempo, ha aumentado la probabilidad de que se materialicen los riesgos a la baja, dada la posibilidad de nuevas perturbaciones geopolíticas o económicas. En este complicado entorno macro financiero, tanto el sector financiero como el no financiero de la zona del euro se han mantenido hasta ahora resistentes, y los hogares y las empresas han conservado el fácil acceso al crédito bancario. En cuanto a los bancos, adaptarse a los riesgos a medida que se materialicen, como ya se demostró durante la pandemia del coronavirus (COVID-19).[[60](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.60)] Además, a partir de fines de 2021 y hasta 2022, varias autoridades han endurecido las reservas de capital o las medidas basadas en prestatarios.[[61](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.61)]

**Dicho esto, aún se pueden considerar aumentos específicos en los colchones de capital en países donde los desequilibrios macro financieros acumulados son materiales y las condiciones lo permiten.**[[62](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.62)] Los colchones de capital macro prudencial que son consistentes con el nivel predominante de riesgo respaldan la resiliencia de los bancos y su capacidad para continuar ayudando a la economía cuando se materializa el riesgo sistémico. Un sector bancario resiliente que absorba los shocks sistémicos en lugar de amplificarlos ayuda a limitar su impacto en el sistema financiero y la economía real. Si bien la activación temprana de los colchones de capital tiene beneficios, también puede ser útil aumentar las tasas de los colchones al final del ciclo económico o financiero para preservar la resiliencia, siempre que se eviten los efectos procíclicos. Tal acción de política mejora la capacidad de las autoridades para poner capital disponible para su uso mediante la liberación de colchones, como el colchón de capital anticíclico, a medida que se materialicen acontecimientos adversos en una etapa posterior. Independientemente de cualquier medida macro prudencial, los propios bancos deben asegurarse de que sus prácticas de constitución de provisiones y planificación de capital tengan debidamente en cuenta el deterioro del entorno de riesgo y se alineen con las expectativas supervisoras.

**Para evitar un endurecimiento no intencionado de las condiciones crediticias o efectos procíclicos, cualquier respuesta macro prudencial también debe tener en cuenta los factores adversos económicos y de precios de la energía actuales.** Un endurecimiento de los requisitos de reserva de capital puede afectar la oferta de crédito bancario si los bancos trasladan mayores costos de financiamiento a los clientes mediante el aumento de las tasas activas, lo que aumenta la presión al alza sobre las tasas inducida por la restricción monetaria, o si limitan directamente la cantidad de crédito cuando están incapaz de cumplir con mayores requisitos de capital.[[63](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.63)] Sin embargo, el riesgo de prociclicidad se ve mitigado por el considerable margen de capital de los bancos en muchos países de la zona del euro y su capacidad restante para generar capital internamente. Además, los colchones pueden liberarse inmediatamente en caso de que se materialicen los riesgos. Esto, a su vez, ayudaría a los bancos a absorber pérdidas mientras mantienen la provisión de servicios financieros clave para la economía cuando más se necesitan. Sin embargo, las posibles respuestas de política macro prudencial deben tener en cuenta el curso altamente volátil e incierto de la crisis energética en Europa y deben adaptarse adecuadamente a las condiciones específicas de cada país.

**Con respecto a la revisión del marco macro prudencial en la UE, la respuesta del BCE a la solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea ha identificado prioridades clave para una actualización del Reglamento de requisitos de capital y la Directiva de requisitos de capital (CRR/CRD).**[[64](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.64)] En particular, el BCE apoya avanzar con una propuesta legislativa para aumentar la eficiencia y la eficacia del conjunto de herramientas macro prudenciales de la UE en la primera oportunidad posible, dada la agenda legislativa general, incluso en respuesta a la situación geopolítica actual. En términos más generales, al BCE le gustaría que se priorizaran los siguientes puntos:

* crear más espacio macro prudencial y flexibilidad para la política macro prudencial, en particular con respecto a la implementación temprana y la liberación oportuna de colchones de capital anticíclicos;
* promover el desarrollo de una metodología común de la UE para los colchones de otras entidades de importancia sistémica (O-SII) a fin de reducir la heterogeneidad en su entorno, garantizar una mayor coherencia en su resiliencia y, entre otras cosas, tener en cuenta la evolución del tratamiento de las exposiciones transfronterizas dentro de la unión bancaria; [[65](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.65)]
* aumentar la coherencia del marco de capital de la UE, por ejemplo, al establecer índices de colchón de riesgo sistémico amplio y sectorial.

**La implementación oportuna, completa y fiel de las reformas de Basilea III en la UE es crucial para garantizar la resiliencia y la estabilidad continuas en todo el sector financiero.**[[66](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.66)] La Comisión Europea propuso algunas desviaciones temporales del acuerdo de Basilea III sobre el "suelo de producción", en particular, incluyendo un tratamiento más preferencial para algunas exposiciones inmobiliarias residenciales y empresas no calificadas. El análisis de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) destaca que, en conjunto, las desviaciones propuestas reducirían casi a la mitad el aumento general del capital de los bancos tras la introducción del límite mínimo de producción. Estas desviaciones del acuerdo de Basilea III debilitarían sustancialmente su impacto positivo en la resiliencia del sector bancario. Además, vendría a raíz de las vulnerabilidades macro financieras acumuladas, particularmente en el sector inmobiliario.[[67](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.67)]Las desviaciones, especialmente si se extienden o se vuelven permanentes, también podrían hacer que la UE no cumpla sustancialmente con Basilea III, debilitando así la credibilidad de la UE y su sistema bancario.[[68](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.68)]

**Se necesitan más esfuerzos para integrar las consideraciones de riesgo climático en el marco regulatorio.**En su informe publicado recientemente, [[69](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.69)]El equipo de proyecto ECB/ESRB sobre seguimiento del riesgo climático destaca la necesidad de desarrollar un enfoque macroprudencial para los aspectos sistémicos del riesgo relacionado con el clima. Este informe también presenta nueva evidencia sobre la relevancia de las exposiciones concentradas al riesgo climático, que el BCE ha estado desarrollando. En este contexto, el BCE acoge con satisfacción la decisión de la Comisión de incluir los riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) de forma más explícita en la regulación bancaria en sus propuestas de revisión de la Directiva sobre requisitos de capital (CRD VI) y el Reglamento sobre requisitos de capital (CRR III).[[70](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.70)]El BCE también acoge con satisfacción la reciente aprobación por parte del Grupo de Gobernadores de Bancos Centrales y Jefes de Supervisión (GHOS) del enfoque holístico del Comité de Basilea para desarrollar y evaluar posibles medidas relacionadas con la divulgación, supervisión y/o regulación de los riesgos relacionados con el clima.[[71](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.71)] La coordinación global para abordar los riesgos climáticos es fundamental para garantizar que se adopte un enfoque coherente para los riesgos relacionados con el clima en todas las jurisdicciones.

**Recuadro 5**

**Riesgo de concentración relacionado con el carbono: medición y aplicaciones**

**Preparado por Ivana Baranović, Florian Bartsch, Tina Emambakhsh, Michael Grill y Martina Spaggiari**

**A la luz de la creciente evidencia de que las exposiciones de los bancos al riesgo climático están concentradas, las autoridades europeas e internacionales están intensificando su enfoque en la gestión del riesgo de concentración relacionado con el carbono.** A nivel de banco individual, el riesgo de concentración relacionado con el carbono puede definirse como el riesgo de que un subconjunto de las exposiciones de un banco dado pueda sufrir pérdidas de valor significativas y simultáneas debido a la materialización del riesgo de transición. Esto podría amenazar la posición financiera del banco y su capacidad para mantener funciones o servicios críticos. El informe ECB-ESRB sobre riesgo climático publicado recientemente destaca la perspectiva de amplificación sistémica debido a exposiciones concentradas, y los resultados de la prueba de estrés de riesgo climático de la Supervisión Bancaria del BCE de 2022 indican que la mayoría de los ingresos crediticios de los bancos provienen de industrias de alta emisión.[[72](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.72)]Paralelamente, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) ha buscado comentarios del público sobre las formas de abordar los riesgos de concentración derivados de los factores de riesgo ambiental.[[73](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.73)]A nivel internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha recomendado recientemente que los bancos midan y gestionen las concentraciones asociadas con los riesgos financieros relacionados con el clima.[[74](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.74)]

**5.2 Abordar las vulnerabilidades estructurales en el sector financiero no bancario requiere una respuesta política integral y decisiva**

**Las vulnerabilidades persistentes en los fondos de inversión y los fondos del mercado monetario (FMM) hacen que sea importante avanzar en la mejora del marco de política relevante desde una perspectiva macro prudencial.**Si bien el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) está evaluando actualmente la efectividad de sus recomendaciones de 2017 sobre el descalce de liquidez en fondos abiertos (OEF),[[75](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.75)]ya se han desarrollado propuestas políticas concretas para reformar la regulación de los fondos del mercado monetario a nivel mundial.[[76](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.76)]En la UE, el Eurosistema, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) han propuesto reformas al Reglamento de Fondos del Mercado Monetario.[[77](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.77)]Las reformas propuestas tienen como objetivo fortalecer la resiliencia del sector, sin restringir indebidamente las funciones económicas que los FMM brindan a otros participantes del mercado y la economía real.[[78](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.78)]Estas propuestas se centran en eliminar los efectos de umbral regulatorios, mejorar la disponibilidad y usabilidad de las herramientas de gestión de liquidez y fortalecer los requisitos de liquidez de los FMM. A la luz de las vulnerabilidades que surgieron en marzo de 2020 y el riesgo latente de tensión renovada en el sector de FMM, es fundamental que estas reformas legislativas se lleven a cabo sin demora.

**Debido al papel central de las OEF en las finanzas basadas en el mercado, es importante reducir significativamente las vulnerabilidades derivadas del descalce estructural de liquidez en este sector.**A pesar de algunas mejoras recientes en los colchones de efectivo agregados de los fondos, los fondos sin liquidez han continuado expandiéndose, y las vulnerabilidades estructurales relacionadas con el descalce de liquidez siguen prevaleciendo en partes del sector de fondos de bonos. Mejorar la disponibilidad y el uso de herramientas de gestión de liquidez (LMT) antidilución debe ser parte de la respuesta política. [[79](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.79)]Pero estas herramientas tienen un uso limitado si los mercados se vuelven ilíquidos en un evento de estrés. En particular, las LMT basadas en precios, como el cambio de precios, pueden ser difíciles de usar y no pueden limitar de manera efectiva las salidas y las ventas forzadas de activos si la información de precios sólida y oportuna no está disponible en mercados distorsionados. La disponibilidad y el uso más amplios de tales herramientas pueden complementar de manera útil, pero no reemplazar, más medidas de reforma estructural.

**Recuadro 6**

**Desajuste de liquidez en fondos abiertos: tendencias, brechas e implicaciones de política**

**Preparado por Lennart Dekker, Luis Molestina Vivar, Michael Wedow y Christian Weistroffer**

**El descalce de liquidez entre activos y pasivos sigue siendo una vulnerabilidad clave en los fondos de inversión abiertos.**[[80](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.80)]Surge un desajuste si los fondos dan a sus inversores la opción de reembolsos a corto plazo, mientras que al mismo tiempo invierten en activos que no pueden liquidarse fácilmente con poca antelación. La evidencia existente sugiere que un mayor descalce de liquidez hace que sea más difícil para los fondos cumplir con las solicitudes repentinas y grandes de rescate de los inversionistas, lo que aumenta el riesgo de ventas de activos procíclicas y suspensiones de fondos en respuesta. Esto puede afectar negativamente a otros inversores y mercados subyacentes. [[81](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.81)]

**Las políticas destinadas a reducir el descalce de liquidez estructural en las OEF deben garantizar que los plazos de rescate de los fondos estén mejor alineados con la liquidez de sus activos.**El marco prudencial para los fondos de inversión en la UE estipula que el perfil de liquidez de un fondo debe ser adecuado en relación con sus políticas de reembolso.[[82](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.82)]Sin embargo, como demostró la turbulencia del mercado de marzo de 2020, muchos fondos de inversión entraron en este episodio con importantes desajustes de liquidez y experimentaron dificultades para administrar la liquidez en medio de grandes salidas y deterioro de la liquidez en los mercados subyacentes. Por lo tanto, los formuladores de políticas deberían mejorar el marco regulatorio y de supervisión para abordar el desajuste de liquidez de manera consistente, incluso a nivel mundial. Para los fondos invertidos en activos inherentemente ilíquidos, como préstamos no negociables o bienes raíces, una mejor alineación de los términos de rescate con la liquidez de los activos puede significar la introducción de períodos de aviso más largos y la restricción de las frecuencias de rescate. Para fondos invertidos en activos que son menos líquidos en tiempos normales pero que pueden volverse ilíquidos bajo estrés, como fondos de bonos corporativos, las transacciones diarias pueden ser apropiadas si van acompañadas de estándares más estrictos para la gestión de la liquidez, incluido el uso de gravámenes antidilución o swing pricing. Sin embargo, si esto no reduce suficientemente la vulnerabilidad a los shocks de liquidez, un fondo debe contratar períodos de preaviso más largos o una frecuencia de rescate más baja, lo que limitaría el riesgo de grandes e inesperados flujos de salida ex ante. Los costos potenciales de esto para los inversores deben sopesarse frente a los beneficios de una mayor resiliencia. Además, podrían considerarse colchones de liquidez más elevados para gestionar las mayores necesidades de liquidez de los reembolsos o llamadas de margen durante los períodos de tensión. un fondo debería disponer plazos de preaviso más largos o una frecuencia de reembolso más baja, lo que limitaría el riesgo de grandes e inesperados flujos de salida ex ante. Los costos potenciales de esto para los inversores deben sopesarse frente a los beneficios de una mayor resiliencia. Además, podrían considerarse colchones de liquidez más elevados para gestionar las mayores necesidades de liquidez de los reembolsos o llamadas de margen durante los períodos de tensión. un fondo debería disponer plazos de preaviso más largos o una frecuencia de reembolso más baja, lo que limitaría el riesgo de grandes e inesperados flujos de salida ex ante. Los costos potenciales de esto para los inversores deben sopesarse frente a los beneficios de una mayor resiliencia. Además, podrían considerarse colchones de liquidez más elevados para gestionar las mayores necesidades de liquidez de los reembolsos o llamadas de margen durante los períodos de tensión.

**Dadas las complejidades de abordar los riesgos del apalancamiento en el sector financiero no bancario, el marco de políticas debe mejorarse desde varios ángulos.**Una prioridad clave para el FSB debería ser desarrollar un enfoque coherente a nivel mundial para abordar el riesgo del apalancamiento, incluido el apalancamiento sintético, en el sector financiero no bancario. El trabajo debe orientarse primero hacia una mejor comprensión de cómo el apalancamiento en las instituciones financieras no bancarias (IFNB) puede amplificar las vulnerabilidades en el sistema financiero en general. [[83](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.83)]y, en última instancia, hacia la definición de niveles indeseables de apalancamiento a nivel de entidad. Para este propósito, es importante continuar trabajando en métricas globalmente consistentes, mejorando los datos actualmente disponibles (por ejemplo, desde la perspectiva de la calidad y/o disponibilidad de los datos) y aumentando la cobertura de datos para evaluar los riesgos relacionados con el apalancamiento en el sector financiero no bancario. sector. En segundo lugar, la provisión de apalancamiento a través de bancos y corredores de bolsa, incluidas las transacciones de reporto, debe considerarse como parte de un enfoque holístico del apalancamiento de NBFI.En tercer lugar, una respuesta política integral debe considerar el papel de los descuentos y márgenes en los mercados de derivados para desincentivar el apalancamiento excesivo por parte de las IFNB. Sin embargo, dicho enfoque también debe tener en cuenta las posibles consecuencias negativas sobre el costo de la cobertura para los usuarios finales.

**La volatilidad reciente en los mercados financieros y los desafíos de liquidez asociados resaltan la necesidad de mejorar las prácticas de margen y la preparación de NBFI para cumplir con las llamadas de margen.**Desde la invasión rusa de Ucrania, los participantes en los mercados de derivados de energía se han enfrentado a períodos recurrentes de llamadas de muy alto margen. Más recientemente, algunos inversores institucionales del Reino Unido se enfrentaron a grandes demandas de márgenes tras fuertes aumentos en los rendimientos de los bonos del gobierno del Reino Unido. Estos aumentos en los márgenes fueron un efecto intencionado para salvaguardar a las contrapartes centrales y los participantes del mercado de la mayor exposición de la contraparte a raíz de los grandes aumentos de precios y la alta volatilidad en los mercados subyacentes. Pero estos casos recientes, a través de distintos canales, son un recordatorio oportuno de la importancia del trabajo internacional que revisa las prácticas de márgenes y la necesidad de un trabajo de políticas de seguimiento.[[84](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.84)],[[85](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html#footnote.85)]Esto incluye aumentar la transparencia y la previsibilidad de los modelos de margen inicial (IM), evaluar la capacidad de respuesta del modelo de IM al estrés del mercado y mejorar la preparación de liquidez de todos los tipos de NBFI para hacer frente a las llamadas de gran margen. Además, es importante fortalecer la evaluación global de riesgos de los mercados de derivados y abordar las lagunas de datos, incluso mediante la mejora del uso de los datos del registro de operaciones y el intercambio de información asociado entre jurisdicciones.

**Si bien mejorar el marco de políticas de NBFI es ahora una prioridad clave a nivel internacional, tomará algún tiempo para que se acuerden e implementen las reformas regulatorias.** Los riesgos en el sector financiero no bancario podrían materializarse antes de que se pueda fortalecer la regulación. A la luz de eso, los supervisores de NBFI deben prestar especial atención en este momento al riesgo crediticio, el riesgo de liquidez y el apalancamiento en las NBFI y desempeñar un papel activo en el fortalecimiento de la resiliencia dentro de su mandato y los marcos regulatorios existentes.

**5.3 Otras iniciativas políticas en curso que apoyan la estabilidad financiera de la zona del euro**

Iniciativas políticas sobre cambio climático y criptoactivos



**Características especiales**

**A Riesgos para la estabilidad financiera de los mercados de derivados energéticos**

**Preparado por Oana Furtuna, Alberto Grassi, Annalaura Ianiro, Kristina Kallage, Robert Koci, Francesca Daniela Lenoci, Andrzej Sowiński y Francesco Vacirca**

*Las empresas del sector energético utilizan derivados energéticos bajo diferentes estrategias, dependiendo de su principal área de actividad, modelo de negocio y exposición al riesgo en los mercados físicos. La importante volatilidad y el aumento de los precios observados en los mercados energéticos desde marzo de 2022 han dado lugar a grandes llamadas de margen, lo que genera riesgos de liquidez para los usuarios de derivados. Las estrategias empleadas por las empresas para aliviar el estrés de liquidez pueden conducir a una acumulación de riesgo crediticio para sus prestamistas o para sus contrapartes en segmentos menos garantizados del mercado de derivados. Mayores aumentos de precios acentuarían las vulnerabilidades incipientes, creando estrés adicional en un mercado concentrado. Estos aspectos subrayan la necesidad de revisar las prácticas de margen y mejorar la preparación de liquidez de todos los participantes del mercado para hacer frente a las grandes demandas de margen.*

**Agradecimientos**

La Revisión de Estabilidad Financiera evalúa las fuentes de riesgos y vulnerabilidades en el sistema financiero de la zona del euro sobre la base de actividades regulares de vigilancia, análisis y conclusiones de debates con participantes del mercado e investigadores académicos.

La preparación de la Revisión estuvo coordinada por la Dirección General de Política Macroprudencial y Estabilidad Financiera del BCE. La Revisión se ha beneficiado de las aportaciones, comentarios y sugerencias de otras áreas de negocio del BCE. Se agradecen los comentarios de los miembros del Comité de Estabilidad Financiera del SEBC.

La Revisión fue aprobada por el Consejo de Gobierno del BCE el 9 de noviembre de 2022.

Sus contenidos fueron elaborados por Katharina Cera, Nander de Vette, John Fell, Sándor Gardó, Thore Kockerols, Csaba Móré, Benjamin Mosk, Tamarah Shakir, Manuela Storz, Eugen Tereanu, Josep M. Vendrell Simón, Christian Weistroffer y Jonas Wendelborn.

Con contribuciones adicionales de Emil Bandoni, Markus Behn, Alexandra Born, Othman Bouabdallah, Lorenzo Cappiello, Dimitris Drollas, Margherita Giuzio, Michael Grill, Maciej Grodzicki, Lieven Hermans, Paul Hiebert, Sujit Kapadia, Benjamin Klaus, Kateryna Koroliuk, Dejan Krusec, Georgi Krustev, Giulio Mazzolini, Clementine Mc Sweeny Pourtalet, Luca Mingarelli, Charles O'Donnell, Seán O'Sullivan, Lorenzo Pangallo, Cristian Perales, Rita Periquito da Fonseca, Allegra Pietsch, Petya Radulova, Ellen Ryan, Beatrice Scheubel, Elisa Telesca, Pär Torstensson, Zoi Trachana, Mika Tujula and Balázs Zsámboki.

La asistencia editorial, multimedia y de producción estuvo a cargo de Anna Heckler, Peter Nicholson, Federica Parravicini, Katie Ranger, Simon Spornberger y Daniel Weber.

**© Banco Central Europeo, 2022**

Dirección postal 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono +49 69 1344 0

Sitio web [www.ecb.europa.eu](https://www.ecb.europa.eu/)

Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción con fines educativos y no comerciales siempre que se mencione la fuente.

Para terminología específica, consulte el [glosario del BCE](https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html) (disponible solo en inglés).

PDF ISSN 1830-2025, QB-XU-21-002-EN-N

HTML ISSN 1830-2025, QB-XU-21-002-EN-Q

1. Véase la [carta](https://g20.org/wp-content/uploads/2022/02/FSB-Chairs-letter-to-G20-FMCBG-February-2022.pdf) del presidente del FSB a los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales del G20, 14 de febrero de 2022.
2. Consulte “ [Propuestas de políticas para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario: informe final](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P111021-2.pdf) ”, Consejo de Estabilidad Financiera, 11 de octubre de 2021.
3. Véase el recuadro titulado “ [Implicaciones del deterioro de los términos de intercambio para la renta real y la cuenta corriente](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202203_01~a3fe116ba1.en.html) ”, *Boletín Económico, Número 3, BCE, 2022.*
4. Véase el recuadro titulado “ [El impacto de los choques de riesgo macro chino en los mercados financieros globales](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202205_04~9657d21f73.en.html) ”, *Financial Stability Review* , BCE, mayo de 2022.
5. Véase el recuadro titulado " [Respuesta de la política fiscal de la zona del euro a la guerra en Ucrania y su impacto macroeconómico](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202205_07~6db6f2c297.en.html) ", *Boletín Económico,* número 5, BCE, 2022, así como las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2022](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202209_ecbstaff~3eafaaee1a.en.html#toc6) .
6. Calculado como gasto de capital e intereses durante el período de servicio de la deuda como porcentaje del PIB.
7. Calculado como el cambio en los pagos de capital dividido por el cambio en la deuda total pendiente para el período de enero de 2010 a septiembre de 2022.
8. Véase el recuadro titulado “ [Sensibilidad de la deuda soberana en la zona del euro a un choque del diferencial de crecimiento de la tasa de interés](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2021/html/ecb.fsrbox202111_01~f37aaca9fb.en.html) ”, *Financial Stability Review* , BCE, noviembre de 2021.
9. Véase el recuadro titulado [“Implicaciones para la estabilidad financiera de una inflación superior a la esperada”](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202205_03~df74747300.en.html) , *Financial Stability Review* , BCE, noviembre de 2021.
10. Este recuadro utiliza precios de bonos soberanos y corporativos para construir un indicador estadístico que captura la dinámica que impulsa los diferenciales de crédito en los mercados de bonos soberanos y corporativos. El recuadro no proporciona un indicador cuantitativo que forme parte de la evaluación de activación del Instrumento de protección de la transmisión (TPI). La decisión del Consejo de Gobierno del BCE de activar el TPI se basará en una evaluación exhaustiva de los indicadores de mercado y transmisión, una evaluación de los criterios de elegibilidad y un juicio de que la activación de las compras bajo el TPI está en línea con el logro de los objetivos del BCE. objetivo primario. Véase el comunicado de prensa titulado “ [The Transmission Protection Instrument](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html) ”, 21 de julio de 2022.
11. Los autores desean agradecer a Luca Mingarelli por sus valiosos comentarios.
12. Seguimos la definición de fragmentación tal como se presenta en el " [Informe del FSB sobre la fragmentación del mercado](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040619-2.pdf) ", *Consejo de Estabilidad Financiera* , 4 de junio de 2019. Consulte el Anexo A del informe del FSB para obtener una descripción general de la literatura sobre la fragmentación del mercado.
13. El fuerte crecimiento de la inversión empresarial nominal y la sustitución de la emisión de bonos por préstamos bancarios en medio de un mayor aumento en el costo relativo de la financiación de deuda basada en el mercado en comparación con el de los préstamos bancarios, a su vez, han respaldado la demanda de préstamos a mediano y largo plazo.
14. La encuesta sobre préstamos bancarios indica que el endurecimiento de las condiciones crediticias para préstamos a empresas podría haber incentivado la distribución anticipada de la demanda de préstamos bancarios, en un contexto de mayor normalización esperada de la política monetaria.
15. La creciente dependencia de los préstamos a tipo de interés fijo en comparación con el anterior ciclo de subidas está mitigando actualmente parte del aumento de los tipos de interés en algunos países de la zona del euro.
16. El modelo de precio en riesgo de RRE no tiene en cuenta la heterogeneidad dentro del país. Este es otro aspecto relevante a considerar, ya que los riesgos para los precios de las viviendas inmobiliarias pueden ser heterogéneos también dentro de los países, dependiendo de la ubicación y el tipo de vivienda.
17. Los mercados de tipos de interés incluyen bonos soberanos con bajo riesgo crediticio, swaps de tipos de interés y otros derivados de tipos de interés.
18. Por ejemplo, entre el 9 y el 16 de junio de 2022, el índice EURO STOXX perdió más del 8,8 % de su valor y el rendimiento de la deuda pública alemana a diez años aumentó más de 40 puntos básicos. Los comentarios del mercado asociaron estos movimientos con las decisiones de política monetaria anunciadas, así como con las cifras del IPC de EE. UU. más altas de lo esperado publicadas el 10 de junio de 2022.
19. A 3 de noviembre de 2022, el diferencial entre los rendimientos del Tesoro estadounidense a diez y dos años alcanzó los -57 puntos básicos, la mayor inversión desde la década de 1980 y, en particular, superando la inversión máxima observada durante la crisis financiera mundial.
20. Para una revisión de la literatura que describe el vínculo entre la inversión de la curva de rendimiento y las recesiones, consulte, por ejemplo, Benzoni, L., Chyruk, O. y Kelley, D., “ [Why Does the Yield-Curve Slope Predict Recesions?](https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2018/404#ftn1)”, *Carta de la Reserva Federal de Chicago* , n.° 404, 2018.
21. Según casi el 70 % de los encuestados en la Encuesta de administradores de fondos globales de Bank of America de septiembre de 2022, "la actual crisis energética en Europa probablemente empujará a la economía nacional a una recesión".
22. Véase el [Capítulo 2](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html#toc13) y el recuadro titulado “ [Implicaciones para la estabilidad financiera de una inflación superior a la esperada](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202205_03~df74747300.en.html) ”, *Financial Stability Review* , ECB, mayo de 2022.
23. Véase también el [Capítulo 2](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html#toc11) y el recuadro [titulado “The impact of Chinese macro risk shocks on global financial markets”](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202205_04~9657d21f73.en.html) , *Financial Stability Review* , BCE, mayo de 2022.
24. Esta declaración también se aplica a los emisores corporativos; véase también el [Capítulo 2](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html#toc13) , *Financial Stability Review* , BCE, mayo de 2022.
25. Véase también el recuadro titulado " [Comprender qué sucede cuando 'caen los ángeles](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2020/html/ecb.fsrbox202011_03~578f4f74dc.en.html) '", *Financial Stability Review*, ECB, noviembre de 2020.
26. Para los emisores soberanos, los bonos vinculados a la inflación también pueden proporcionar una cobertura natural contra las condiciones económicas, en particular, los shocks de demanda. Cuando la inflación es elevada, los ingresos fiscales también pueden ser más altos en términos nominales, lo que compensa el aumento en el costo de financiamiento debido a la deuda ligada a la inflación. Sin embargo, cuando el crecimiento es moderado, los ingresos fiscales pueden no ser suficientes para compensar el mayor costo de financiamiento.
27. A 8 de noviembre de 2022, la proporción de bonos corporativos en circulación con vencimiento en los próximos dos años era del 20 % para emisores con grado de inversión y del 11 % para emisores de alto rendimiento. Esta estadística cubre la deuda en bonos denominada en euros emitida por sociedades no financieras de la zona del euro.
28. Según la Encuesta de gestores de fondos europeos de Bank of America de octubre de 2022, "el 70 % de los inversores europeos considera que la destrucción de la demanda es el principal tema macro de los próximos meses", y un 32 % neto de los inversores globales dice que está infraponderado en la renta variable europea.
29. En particular, el Banco de Japón ha mantenido hasta ahora su política de control de la curva de rendimiento que indujo en 2016. Esta política se ha asociado con grandes flujos constantes de carry trade de los que pueden depender algunos flujos bancarios y de cartera globales.
30. Los emisores pueden cubrir total o parcialmente las exposiciones en moneda extranjera. En este caso, el riesgo se transfiere a otros participantes en el mercado. Además, el costo de cobertura puede aumentar. Desde el comienzo del año, la base de divisas cruzadas de un año para el par EUR/USD ha aumentado (se ha vuelto más negativa) en alrededor de 20 puntos básicos.
31. Las sociedades no financieras tienen una proporción relativamente mayor de deuda en bonos denominada en moneda extranjera, con un 28 % por saldo vivo, frente al 21 % de las empresas financieras. Estos datos se obtuvieron de los cálculos de Bloomberg LP y el BCE a 8 de noviembre de 2022.
32. La cartera dividida 60/40 se utiliza a menudo como cartera de referencia en la industria de la inversión y como punto de partida para una asignación inicial de activos. También es un componente importante del “Modelo de Noruega”, que se considera una de las principales estrategias de inversión de los fondos soberanos.
33. Para los bancos que reportan IRB, las exposiciones de riesgo crediticio a Rusia y Ucrania ascendieron a 0.4% del total al final del segundo trimestre de 2022.
34. Los préstamos de la Etapa 2 aún están funcionando, pero los bancos evalúan que han experimentado un aumento significativo en el riesgo crediticio después de la originación.
35. Las empresas intensivas en energía se definen como activas en sectores con un índice de intensidad energética (base de datos de comercio en valor agregado (TiVA) de la OCDE (2018)) por encima del percentil 75 de la distribución entre sectores.
36. Los préstamos vulnerables a los cambios en los precios de la energía se definen porque las empresas subyacentes están activas en sectores con un coeficiente de intensidad energética (base de datos de comercio en valor agregado (TiVA) de la OCDE (2018)) por encima del percentil 75 de la distribución entre sectores.
37. Los préstamos corporativos vulnerables al aumento de las tasas de interés se definen como exposiciones con una PD superior al 5% y un índice de cobertura de intereses (ICR) inferior a 1, donde ICR se define como las ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT) divididas por los intereses pagados.
38. El vencimiento promedio ponderado por exposición de las exposiciones corporativas de tasa fija es de aproximadamente 16 años.
39. Esta cifra difiere del ROE general informado en las estadísticas de supervisión del BCE por al menos dos razones. En primer lugar, en este capítulo, el ingreso neto se anualiza utilizando las sumas de los últimos cuatro trimestres en lugar del ingreso neto anualizado hasta la fecha. En segundo lugar, el ROE se calcula para una muestra equilibrada de 86 entidades significativas en contraste con la muestra completa (desequilibrada) de entidades significativas cubierta por las Estadísticas de Supervisión del BCE.
40. Cabe agregar que no todos los componentes de los costos no salariales se ven afectados por una mayor inflación. Esto se aplica, por ejemplo, a las contribuciones en efectivo a los fondos de resolución y los sistemas de garantía de depósitos que, sin embargo, representan solo una pequeña parte de los costos no salariales.
41. El costo del riesgo se define aquí como la relación entre los flujos netos de deterioro de activos financieros (o provisiones para pérdidas por préstamos) y el total de préstamos. Se mueve junto con los indicadores de costo de riesgo publicados en las Estadísticas Bancarias de Supervisión, que se calculan sobre los cambios en el stock de reservas para pérdidas crediticias, pero también difieren de ellos.
42. Véase " [SRB publica la política MREL actualizada de 2022](https://www.srb.europa.eu/en/content/srb-publishes-updated-2022-mrel-policy) ", comunicado de prensa, SRB, 8 de junio de 2022.
43. Véase el recuadro titulado " [Exposiciones al riesgo de tipo de interés y cobertura de los libros bancarios de los bancos de la zona del euro](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202205_05~aefb18c52c.en.html) ", *Financial Stability Review* , BCE, mayo de 2022. Este análisis muestra que la exposición general a la TIR de los bancos parece moderada en conjunto, aunque existen amplias variaciones entre las instituciones individuales. .
44. Este ejercicio se lleva a cabo sobre la base de Hoffmann P., Langfield S., Pierobon, F. y Vuillemey, G., “Who Bears Interest Rate Risk?”, *Review of Financial Studies* , vol. 32, Número 8, 2019.
45. Véase también el recuadro titulado " [Financiación basada en el mercado para empresas: demanda y oferta de crédito](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202204_02~b35a8321b7.en.html#toc7) ", *Boletín Económico* , número 4, BCE, 2022.
46. La brecha de duración mide la diferencia en la sensibilidad de la tasa de interés de los activos en relación con los pasivos. Los balances de las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones se caracterizan típicamente por una brecha de duración negativa, ya que el vencimiento promedio de sus pasivos excede al de sus activos.
47. El uso de derivados de tasa de interés varía según los diferentes países y tipos de IFNB y, con frecuencia, tiene fines de cobertura. Ver también [“El impacto estructural del cambio de beneficios definidos a contribuciones definidas”](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202105_08~5b846b2f5a.en.html) , *Boletín Económico* , Número 5, BCE, 2021, y el recuadro titulado “ [Interconexión de los mercados de derivados y los fondos del mercado monetario a través de las corporaciones de seguros y los fondos de pensiones](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2020/html/ecb.fsrbox202011_08~b38bda32e3.en.html) ”, *Estabilidad Financiera Review* , BCE, noviembre de 2020.
48. Los fuertes aumentos en los rendimientos de los bonos soberanos del Reino Unido tras el anuncio de recortes de impuestos por parte del gobierno del Reino Unido a fines de septiembre provocaron demandas sustanciales de márgenes en los fondos de pensiones del Reino Unido invertidos en swaps de tasas de interés. Las ventas inminentes de bonos soberanos para aumentar la liquidez para cumplir con estas llamadas de margen amplificaron la presión en el mercado de deuda soberana del Reino Unido. El 28 de septiembre, el [Banco de Inglaterra intervino con una operación específica](https://www.bankofengland.co.uk/news/2022/september/bank-of-england-announces-gilt-market-operation) para restaurar la estabilidad financiera mediante la compra de bonos del gobierno del Reino Unido a largo plazo.
49. Por el contrario, los bancos, las sociedades de vehículos financieros y el sector no financiero fueron compradores netos de algunos de estos segmentos de bonos entre los sectores de la zona del euro.
50. Véase el recuadro titulado “ [La venta procíclica y el acaparamiento de efectivo de los fondos de inversión: un caso para fortalecer la regulación desde una perspectiva macroprudencial](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2021/html/ecb.fsrbox202105_06~36685631fa.en.html) ”, *Financial Stability Review* , BCE, mayo de 2021.
51. Véase también Goldstein, I., Jiang, H. y Ng, DT, “Investorflows and fragility in corporate bond fund”, *Journal of Financial Economics* , vol. 126, Número 3, 2017, págs. 592-613.
52. Véase Molestina Vivar, L., Wedow, M. y Weistroffer, C., “ [Burned by lever? Flujos y fragilidad en los fondos mutuos de bonos](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2413~955605f63e.en.pdf) ”, *Working Paper Series* , n.° 2413, BCE, mayo de 2020.
53. Si bien existen preocupaciones sobre la materialización de vulnerabilidades en el corto plazo, las tasas más altas pueden ser beneficiosas para la estabilidad financiera en el mediano plazo, ya que pueden reducir el comportamiento de búsqueda de rendimiento del sector.
54. Véase el recuadro titulado “ [Apalancamiento sintético y márgenes en instituciones financieras no bancarias](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2022/html/ecb.fsrbox202205_07~cac87e0101.en.html) ”, *Financial Stability Review,* BCE, mayo de 2022, el artículo especial titulado “ [Hacia un marco para calibrar los límites de apalancamiento macroprudencial para fondos de inversión alternativos](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart201611_01.en.pdf) ”, *Financial Stability Review* , BCE , noviembre de 2016 y “EU Alternative Investment Funds”, *Informe estadístico anual* , ESMA, febrero de 2022.
55. La inflación de siniestros se refiere al aumento del valor nominal de los pagos, que puede ser superior al aumento del índice de precios al consumidor, que a menudo sirve de base para los contratos indexados. Las aseguradoras de vida se ven menos afectadas por la inflación de siniestros, ya que normalmente tienen pasivos y garantías en términos nominales.
56. En Europa, el clima severo, incluyendo granizadas y fuertes lluvias, azotó a Francia entre mayo y principios de julio, causando pérdidas aseguradas estimadas en 4 mil millones de euros. Y las olas de calor del verano que provocaron temperaturas récord provocaron incendios forestales destructivos, con pérdidas aseguradas aún por cuantificar.
57. Véase, por ejemplo, " [Reaseguro global: resultados más estables y mejorados después del cambio de los riesgos de catástrofe de la propiedad](https://web.ambest.com/docs/default-source/ratings/global_re_2022_web.pdf?sfvrsn=8e9899d1_3) ", *AM Best* , agosto de 2022.
58. Ver “ [Cambio climático, catástrofes y los beneficios macroeconómicos de los seguros](https://www.eiopa.europa.eu/document-library/thematic-article/climate-change-catastrophes-and-macroeconomic-benefits-of) ”, *Informe de Estabilidad Financiera,* Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, julio de 2021.
59. Para más información sobre la creciente importancia de las aseguradoras y otras entidades no bancarias, véase también el Recuadro 2 titulado “Medir la financiación no bancaria y basada en el mercado de las sociedades no financieras en la zona del euro”, [Integración y estructura financiera en la zona del euro](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.fie202204~4c4f5f572f.en.pdf) , BCE, abril de 2022.
60. Ver “ [Lecciones tempranas de la pandemia de Covid-19 sobre las reformas de Basilea”](https://www.bis.org/bcbs/publ/d521.pdf) , Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, julio de 2021, y también la “ [Respuesta del BCE a la solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea sobre la revisión del marco macroprudencial de la UE](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.responsetothecallforadvice~547f97d27c.en.pdf) ”, BCE, marzo de 2022.
61. Más específicamente, además de las decisiones relacionadas con los colchones de capital macroprudencial y las medidas basadas en el prestatario ya informadas en la Revisión de Estabilidad Financiera de mayo de 2022, las autoridades de Irlanda, Francia, Lituania y los Países Bajos han decidido implementar o anunciar previamente aumentos en su capital macroprudencial. Tasas de reserva de capital.
62. Véase la “ [Declaración del Consejo de Gobierno sobre políticas macroprudenciales](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.govcstatementonmacroprudentialpolicies112022~55812a0ba0.en.pdf?16213c6047144eeaac19b600ab306f0e) ”, BCE, 2 de noviembre de 2022, y la “ [Advertencia de la Junta Europea de Riesgo Sistémico sobre vulnerabilidades en el sistema financiero de la Unión](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929_on_vulnerabilities_union_financial_system~6ae5572939.en.pdf) ”, ESRB, 22 de septiembre de 2022.
63. Para una discusión más detallada, consulte el recuadro titulado “ [Transmisión y efectividad de las medidas macroprudenciales basadas en el capital](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.html#toc30) ”, *Financial Stability Review* , ECB, mayo de 2022.
64. Véase la “ [Respuesta del BCE a la solicitud de asesoramiento de la Comisión Europea sobre la revisión del marco macroprudencial de la UE](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.responsetothecallforadvice~547f97d27c.en.pdf) ”, op. cit. La Comisión Europea debe revisar las disposiciones macroprudenciales de la legislación europea antes de junio de 2022 y se espera que prepare una propuesta legislativa antes de diciembre de 2022. En este contexto, la Comisión dirigió una solicitud de asesoramiento a la Junta Europea de Riesgo Sistémico, la Comisión Bancaria Europea. Autoridad y también el BCE, reconociendo el importante papel que juega el BCE en la política macroprudencial en la unión bancaria.
65. Véase la “ [Declaración del Consejo de Gobierno sobre el tratamiento de la unión bancaria europea en la metodología de evaluación de los bancos de importancia sistémica mundial](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.methodology.202206~b206366a89.en.pdf) ”, BCE, 27 de junio de 2022.
66. Véanse los dictámenes del BCE sobre el paquete CRR/CRD publicados el [24 de marzo](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022AB0011&home=ecb) y [el 27 de abril de](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022AB0016&home=ecb) 2022.
67. Véase " [Vulnerabilidades en los sectores inmobiliarios residenciales de los países del EEE](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report220211_vulnerabilities_eea_countries~27e571112b.en.pdf) ", ESRB, febrero de 2022; y el recuadro titulado “ [Evaluación de la fortaleza de la expansión inmobiliaria residencial reciente](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202111~8b0aebc817.en.pdf) ”, *Financial Stability Review* , BCE, noviembre de 2021.
68. Además, la desviación propuesta sobre las exposiciones inmobiliarias residenciales puede conducir a una mayor fragmentación dentro del mercado bancario de la UE, en la medida en que los Estados miembros pueden implementarlas de manera diferente y, por lo tanto, las instituciones pueden estar sujetas a diferentes requisitos de capital para riesgos similares según el Estado miembro en el que se encuentren. situado en.
69. Véase “ [El desafío macroprudencial del cambio climático](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.ecb.climate_report202207~622b791878.en.pdf) ”, ESRB, julio de 2022.
70. Véase Elderson, F., “ [Cuidado con la brecha, cierre la brecha: las opiniones del BCE sobre las reformas del paquete bancario](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2022/html/ssm.blog220428~6fc9bc7bb0.en.html) ”, *The Supervision Blog* , 28 de abril de 2022.
71. Ver GHOS, comunicado de [prensa](https://www.bis.org/press/p220913.htm) , BCBS, 13 de septiembre de 2022.
72. Véase " [El desafío macroprudencial del cambio climático](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.ecb.climate_report202207~622b791878.en.pdf) ", el equipo de proyecto ECB/ESRB sobre seguimiento del riesgo climático, julio de 2022; y “ [Prueba de resistencia al riesgo climático de 2022](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.climate_stress_test_report.20220708~2e3cc0999f.en.pdf) ”, Supervisión Bancaria del BCE, julio de 2022.
73. Véase “ [El papel del riesgo medioambiental en el marco prudencial](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20prudential%20framework.pdf)*”, Documento de debate* , EBA, mayo de 2022.
74. Véase “ [Principios para la gestión y supervisión eficaces de los riesgos financieros relacionados con el clima](https://www.bis.org/bcbs/publ/d532.pdf) ”, BCBS, Banco de Pagos Internacionales, junio de 2022.
75. Ver “ [Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation – Progress report](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101122.pdf) ”, FSB, noviembre de 2022.
76. Véase " [Propuestas de políticas para mejorar la resiliencia de los fondos del mercado monetario - Informe final](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P111021-2.pdf) ", FSB, octubre de 2021.
77. Véase “ [Contribución del Eurosistema a la consulta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) sobre el marco para los fondos del mercado monetario de la UE](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.eurosystemreplyesmaconsultationeumoneymarketfunds~27c35301db.en.pdf) ”, BCE, junio de 2021; “ [Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 2 de diciembre de 2021 sobre la reforma de los fondos del mercado monetario](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation220125_on_reform_of_money_market_funds~30936c5629.en.pdf) ”, ESRB, enero de 2022; y “ [Opinión de ESMA sobre la revisión del Reglamento de Fondos del Mercado Monetario](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportmmfreview.pdf) ”, ESMA, febrero de 2022.
78. Los inversores utilizan principalmente los fondos del mercado monetario como vehículos de gestión de efectivo, al tiempo que proporcionan financiación a corto plazo a los emisores, principalmente bancos, pero también algunas sociedades no financieras. Véase también “ [Evaluación del impacto de una cuota de deuda pública obligatoria para los fondos del mercado monetario de deuda privada](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macroprudential-bulletin/focus/2022/html/ecb.mpbu_focus202201_1.en.html) ”, *Boletín Macroprudencial* , número 16, BCE, enero de 2022.
79. Dichas herramientas tienen como objetivo imponer el costo de los reembolsos a los inversores que los rescatan y, por lo tanto, evitar que los inversores restantes tengan que asumir el costo. Esto se puede lograr, por ejemplo, ajustando el precio al que los inversores compran y venden acciones en el fondo o imponiendo una comisión de reembolso.
80. Véase, por ejemplo, la Sección 5.2 titulada “Abordar tanto el desajuste de liquidez como el apalancamiento en el sector financiero no bancario”, *Financial Stability Review,* ECB, mayo de 2022.
81. Véase, por ejemplo, Chen. Q., Goldstein, I. y Jiang, W., " [Complementariedad de pagos y fragilidad financiera: Evidencia de salidas de fondos mutuos](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X10000759) ", *Journal of Financial Economics* , vol. 97, Número 2, 2010, págs. 239-262; Goldstein, I., Jiang, H. y Ng, DT, “ [Flujos de inversores y fragilidad en los fondos de bonos corporativos](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X17302325) ”, *Journal of Financial Economics* , vol. 126, Número 3, 2017, págs. 592-613; Jiang, H., Li, Y., Sun, Z. y Wang, A., “ [¿La falta de liquidez de los fondos mutuos introduce fragilidad en los precios de los activos? Evidencia del mercado de bonos corporativos](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X2100204X) ”, *Journal of Financial Economics* , vol. 143, Número 1, 2022, págs. 277-302; y Grill, M., Molestina Vivar, L. y Wedow, M., “[Suspensiones de fondos mutuos durante la turbulencia del mercado de COVID-19: liquidez de activos, herramientas de gestión de liquidez y efectos indirectos](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612322004469) ”, *Finance Research Letters* , vol. 50, 2022.
82. En el caso de los fondos UCITS, el perfil de liquidez de las inversiones debe ser adecuado a la política de reembolso establecida en las normas del fondo (artículo 40, apartado 4, de la Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010, por la que se aplica la Directiva 2009/65/CE de del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a los requisitos organizativos, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido del acuerdo entre un depositario y una sociedad de gestión, DO L 176 de 10.7.2010, p. 42). En el caso de los fondos de inversión alternativos, los gestores de activos “garantizarán que, para cada FIA que gestionen, el perfil de liquidez y la política de reembolso sean coherentes” (artículo 16, apartado 2, de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011 sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativa, DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).
83. Véase, por ejemplo, Molestina Vivar, L., Wedow, M. y Weistroffer, C., “ [Burned by lever? Flujos y fragilidad en los fondos mutuos de bonos](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2413~955605f63e.en.pdf) ”, *Working Paper Series* , n.° 2413, BCE, mayo de 2020.
84. Ver “ [Revisión de las prácticas de margen](https://www.bis.org/bcbs/publ/d537.pdf) ”, informe del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) del BIS y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), septiembre de 2022.
85. A nivel europeo, ESMA está consultando sobre medidas antiprociclicidad de contraparte central; ver “ [Revisión de RTS No 153/2013 con respecto a la prociclicidad del margen](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/esma91-372-1975_consultation_paper_on_review_of_emir_rts_on_apc_margin_measures.pdf) ”, *Documento de consulta* , ESMA, 27 de enero de 2022.
86. Esta característica especial se ha beneficiado enormemente del soporte de transformación de datos de Pablo Serrano Ascandoni.