

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Otoño
2023

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA OTOÑO 2023

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico** 39
 - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 39
 - 1.1.2 España 44
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario** 46
 - 1.2.1 Mercados financieros 46
 - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 50
- 1.3 Los sectores no financieros** 54
 - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 54
 - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 60
 - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 63

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 79
 - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 79
 - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 98
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 108
 - 2.2.1 Sector financiero no bancario 108
 - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 114

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

- 3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas** 135
- 3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera** 145
 - 3.2.1 Ámbito comunitario y nacional 145
 - 3.2.2 Ámbito internacional 149

Anejos

- 1 Balance consolidado** 171
- 2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada** 172

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 Evolución del precio del gas y del petróleo 15
- 2 Previsiones de inflación del FMI 15
- 3 Expectativas del tipo de interés a corto plazo según OECD Economic Outlook 17
- 4 Diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva swap y prima de riesgo bursátil 17
- 5 Evolución de la actividad en el área del euro, Estados Unidos y España 19
- 6 Endeudamiento de las AAPP españolas y carga financiera asociada 19
- 7 Incremento de los tipos de interés de las carteras de préstamo y depósito 23
- 8 Ratio *loan-service to income*. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta 23
- 9 Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado 25
- 10 Pruebas de resistencia FLESB. Impacto sobre la ratio de CET1 en escenario base y escenario adverso 25
- 11 Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial 28
- 12 Brecha de crédito-PIB y brecha de producción 28
- 1.1 Desaceleración económica desigual por regiones y corrección limitada de las tasas de inflación subyacente 40
- 1.2 Las economías emergentes muestran una evolución financiera favorable 42
- 1.3 La economía española se desacelerará en la segunda mitad de 2023, pero retomará cierto dinamismo posteriormente, al tiempo que se contiene la inflación subyacente 45
- 1.4 Las condiciones financieras recogen tipos de interés más elevados 47
- 1.5 Las primas de riesgo de bonos corporativos y bursátiles se sitúan en niveles reducidos desde una perspectiva histórica 49
- 1.6 Aunque a menor ritmo, el precio de la vivienda ha continuado aumentando, impulsado por el segmento de vivienda nueva 51
- 1.7 La actividad en el mercado inmobiliario residencial y el crédito hipotecario se moderan 52
- 1.8 El precio de los inmuebles comerciales ha repuntado ligeramente en el primer semestre del año, pero se mantiene la corrección de la valoración bursátil del sector 53
- 1.9 Se elevan los costes financieros de las empresas, pero los índices de vulnerabilidad de la CBT no han aumentado hasta II TR 2023 55
- 1.10 La senda de mejora de la situación financiera que los hogares percibían hasta julio se ha truncado con los datos más recientes 58
- 1.11 Para todos los niveles de renta la carga financiera de las hipotecas aumenta, aunque sigue disminuyendo su morosidad 59
- 1.12 Las finanzas públicas en España continúan suponiendo un elemento de vulnerabilidad 61
- 1.13 El avance del PIB permite que se sigan corrigiendo los ratios de desequilibrios exteriores 63
- 2.1 El crédito al sector privado residente se contrajo en el primer semestre 80
- 2.2 La mayoría de bancos frenó la concesión de crédito en el primer semestre 82
- 2.3 El traslado del endurecimiento de la política monetaria a los préstamos bancarios continuó en la primera mitad del año 83
- 2.4 No se aprecian señales significativas de deterioro de la calidad de crédito, pese a un comportamiento menos favorable en el crédito a hogares 84
- 2.5 No se observa un aumento en la modificación de condiciones de los préstamos hasta junio 85
- 2.6 El crecimiento del activo financiero en el extranjero compensa parcialmente la reducción del mismo en España 87
- 2.7 Los ratios de préstamos dudosos evolucionan de forma heterogénea en el negocio en el extranjero 87
- 2.8 La normalización de la política monetaria ha reducido la exposición directa al Eurosistema en el balance de los bancos europeos 89
- 2.9 Los tipos en los mercados monetarios y el coste de la deuda bancaria se incrementaron por las alzas de los tipos de interés oficiales 90
- 2.10 Las emisiones de deuda del sector bancario han continuado creciendo apoyadas por la elevada demanda inversora 92

- 2.11 La menor financiación procedente del Eurosistema ha conducido a un mayor uso no solo de la emisión de deuda sino también del mercado interbancario 93
- 2.12 El coste medio del pasivo se incrementó significativamente en el primer semestre de 2023 94
- 2.13 Los depósitos de hogares y sociedades no financieras disminuyeron en España 94
- 2.14 El endurecimiento de la política monetaria se trasladó en mayor medida al coste de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en el primer semestre 95
- 2.15 Las entidades españolas mantienen una posición de liquidez holgada 96
- 2.16 Las ratios de liquidez de las principales entidades europeas se situaron también ampliamente por encima del mínimo regulatorio 97
- 2.17 El resultado consolidado creció un 25 % en el primer semestre de 2023 gracias a la fortaleza del margen de interés y, de forma destacada, a la solidez del negocio en México y en España 100
- 2.18 La moderación de las primas de riesgo ha permitido una reducción del coste de capital 101
- 2.19 El aumento de los márgenes unitarios impulsa el margen de intereses 101
- 2.20 En comparativa europea, las entidades españolas han generado mayor margen de intereses aunque con un mayor coste del riesgo 103
- 2.21 La ratio de CET1 de los bancos españoles ha mejorado desde junio de 2022 105
- 2.22 Las minusvalías latentes de la cartera de valores de renta fija tendrían un impacto acotado sobre el conjunto de los bancos europeos 106
- 2.23 El ejercicio de estrés de la EBA muestra un consumo de capital de los bancos españoles inferior a la media 107
- 2.24 El activo total del sector financiero no bancario se ha estabilizado tras los descensos iniciados a comienzos de 2022 109
- 2.25 Las entradas de capital en fondos de inversión de renta fija españoles han aumentado notablemente 110
- 2.26 La deuda pública gana peso en la cartera de los fondos de inversión españoles 111
- 2.27 En comparativa europea, la renta fija tiene un mayor peso para las aseguradoras y fondos de pensiones españoles 113
- 2.28 Aumentan de forma moderada las tenencias comunes de los bancos con otros sectores financieros 114
- 2.29 Los derivados de tipo de interés representan la mayor parte de esta clase de exposiciones para la banca 115
- 3.1 Las tensiones en los mercados financieros se han reducido desde marzo de 2023 136
- 3.2 El riesgo de liquidez de la financiación bancaria se ve tensionado por las subidas de tipos de interés 138
- 3.3 Continúa la tendencia descendente de la brecha de crédito-PIB, mientras que la brecha de producción se mantiene 138
- 3.4 Los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda se mantienen cercanos a un nivel neutro 139
- 3.5 Se observan señales de un menor apalancamiento de empresas y hogares, a la vez que disminuye la compresión en los diferenciales de los tipos de interés 141
- 3.6 Se reduce moderadamente el endeudamiento de los hogares con hipotecas nuevas respecto a su renta, pero aun así aumenta su carga financiera 142
- 3.7 Se amplía el número de países europeos que incrementan sus colchones macroprudenciales de capital 144

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1 Principales vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera 14
- 3.1 Desarrollos regulatorios destacados de relevancia para la estabilidad financiera 146
- 3.2 Secuencia de acontecimientos tras los episodios de tensiones bancarias en EEUU en 2023 151

ÍNDICE DE CUADROS

- 3.1 Entidades españolas de importancia sistémica y colchones de capital asociados 144
- A1 Balance consolidado 171
- A2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada 172

ÍNDICE DE RECUADROS

- 1 Análisis de los efectos sobre los mercados financieros y de la energía de los conflictos de Oriente Próximo 30
 - 1.1 La desaceleración de la actividad del sector inmobiliario en China y sus potenciales canales de transmisión domésticos e internacionales 65
 - 1.2 Análisis del uso en 2023 de los códigos de buenas prácticas en los Reales Decretos-Leyes 6/2012 y 19/2022 71
- 2.1 Adaptación de la cartera de renta fija del sector bancario español ante la subida de los tipos de interés 116
- 2.2 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español 121
- 3.1 Descomposición en factores de oferta y demanda de la evolución reciente del crédito bancario a hogares y empresas en España 154
- 3.2 La revisión del marco metodológico del banco central europeo para evaluar el colchón de capital para otras entidades de importancia sistémica (OEIS) y sus implicaciones para el caso español 160
- 3.3 Divulgación de riesgos ESG en el marco del Pilar 3. Entidades españolas 164

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

El nivel de incertidumbre en torno a la situación macrofinanciera de la economía global y española se mantiene elevado. Así, en comparación con el pasado *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), destaca que los riesgos para la estabilidad financiera derivados de las tensiones geopolíticas, que ya eran elevados, han aumentado con la aparición de un nuevo foco de tensión en Oriente Próximo.

Asimismo, la debilidad de algunas economías —en particular, las del área del euro y China— y la expectativa de que la política monetaria mantenga un tono restrictivo por más tiempo han conducido a un deterioro de las perspectivas de crecimiento y a enfatizar los riesgos a la baja sobre el escenario económico. Por su parte, el endurecimiento de la política monetaria ha contribuido a moderar las presiones inflacionarias en el área del euro y en otras geografías, y a estabilizar los riesgos derivados de la elevada inflación.

Finalmente, a pesar de la normalización de los mercados financieros observada desde las turbulencias de marzo de este año, se mantiene el riesgo de que los agentes se muestren más pesimistas sobre el entorno macrofinanciero y aumenten su aversión al riesgo, lo que tendría consecuencias negativas para las condiciones de financiación (véase esquema 1).

En cuanto a las vulnerabilidades identificadas, se mantienen las relativas al elevado endeudamiento público y a la situación financiera de empresas y hogares, mientras que se ha observado una reducción en las asociadas a la capacidad de intermediación financiera y al sector inmobiliario.

En este contexto, el sector bancario español se ha mostrado resiliente. De hecho, su rentabilidad y su solvencia han presentado una evolución favorable, las tasas de morosidad han continuado descendiendo y se han normalizado las condiciones en los mercados de financiación bancaria mayorista. Sin embargo, en un entorno en el que se espera que los tipos de interés se mantengan más elevados durante un tiempo más prolongado, los costes de pasivo, hasta ahora contenidos, están evolucionando progresivamente al alza, y es esperable un cierto deterioro de la calidad crediticia. Bajo el escenario central de proyecciones macroeconómicas, esto no sería un obstáculo para la generación orgánica de capital y el mantenimiento de una posición sólida de liquidez, pero la materialización de los riesgos identificados podría dar lugar a la necesidad de absorber pérdidas. Por ello, sigue siendo necesario que las entidades utilicen la situación favorable actual de rentabilidad para reforzar su capacidad de resistencia frente a escenarios adversos.

Principales vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera (a) (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a En este Informe, se define a **las vulnerabilidades** como a aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de **los riesgos para la estabilidad financiera**. Estos a su vez se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.
- b Los riesgos y vulnerabilidades que aparecen en este cuadro se gradúan utilizando tres colores: el amarillo indica un nivel bajo, el naranja el nivel medio y el rojo el nivel alto. Las flechas indican la evolución de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.
- c El riesgo de repunte de la aversión al riesgo y la posible amplificación de sus efectos por algunas vulnerabilidades financieras se identificaba y discutía ya en IEF anteriores, concretamente como un factor dentro de los riesgos geopolíticos, y de los vinculados a la actividad y la inflación. La evolución de la coyuntura macrofinanciera, y, en particular, la prolongación en el tiempo de un entorno de tipos de interés más altos y de signos de debilitamiento de la demanda y la persistencia de la incertidumbre, aconsejan un seguimiento diferenciado de este riesgo en los próximos trimestres.

A continuación se discuten en más detalle los principales riesgos¹ para la estabilidad del sistema financiero español:

R1 Riesgos geopolíticos

Las tensiones geopolíticas continúan planteando riesgos elevados para la estabilidad financiera. En particular, siguen teniendo el potencial de afectar de forma adversa a las cadenas globales de valor, fundamentalmente a través del comercio de energía y otras materias primas, y de contribuir a descensos abruptos de los precios de activos financieros con riesgo.

La guerra de Ucrania, iniciada en 2022, y la reciente escalada de tensión en Oriente Próximo (véase recuadro 1) constituyen las principales fuentes de incertidumbre, pero los riesgos geopolíticos tienen un alcance global. Así, se han observado

¹ Los riesgos para la estabilidad financiera se definen como las variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

Gráfico 1
Evolución del precio del gas y del petróleo (a)

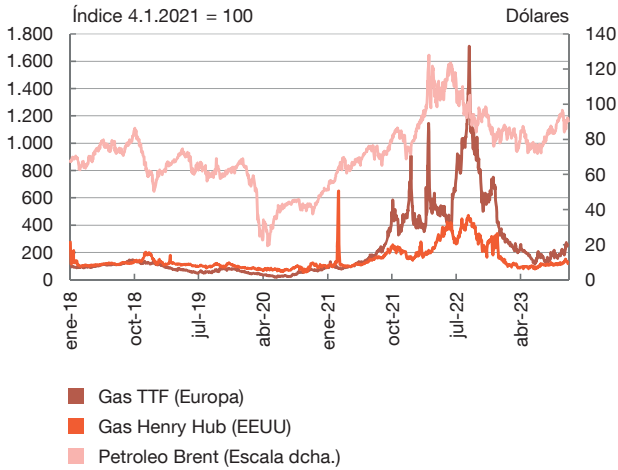
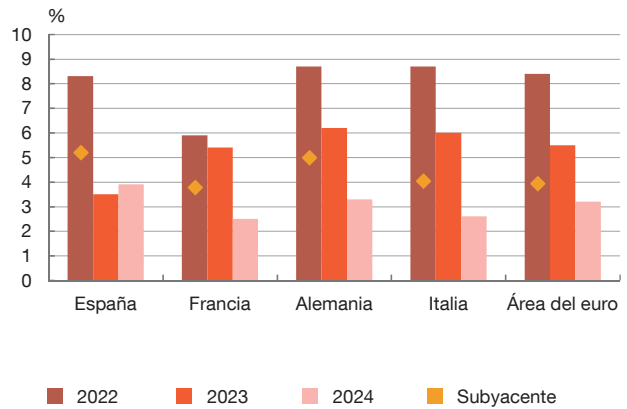


Gráfico 2
Previsiones de inflación del FMI



FUENTES: Refinitiv y FMI WEO octubre 2023.

a Último dato observado: 23 de octubre.

también en el período reciente mayores tensiones en África y en la zona de Asia-Pacífico. En el área de Latinoamérica, de especial relevancia para la actividad de los bancos españoles, se aprecian también algunas señales de inestabilidad política. Además, se mantiene como riesgo específico la posibilidad de intensificación de ciberataques a escala global.

En todo caso, la resiliencia observada en la economía y los mercados financieros mundiales ha sido superior a la esperada tras el inicio de la invasión rusa de Ucrania. En particular, se han evitado los escenarios más adversos en los mercados de la energía, donde los precios descendieron de forma marcada desde la segunda mitad de 2022 hasta mediados de este año. No obstante, el petróleo ha experimentado incrementos de precio notables en los últimos meses, influido por los recortes de producción de la OPEP+ y, más recientemente, por la situación de tensión en Oriente Próximo. Esto también ha provocado desde inicios de octubre un aumento del precio de gas en los mercados internacionales (véase gráfico 1).

El recuadro que acompaña este resumen analiza en más detalle los potenciales canales de impacto de la situación en Oriente Próximo a través de los mercados financieros y, especialmente, de la energía, midiendo la reacción observada hasta el momento en la actual escalada de tensión y revisando la experiencia histórica ante eventos de este tipo.

A medio y largo plazo, continúa existiendo el riesgo de que se consolide una dinámica de bloques que revierta, al menos en parte, las ganancias de eficiencia del proceso de globalización económica y financiera.

R2 Riesgo de inflación más elevada y persistente

La reducción de los precios energéticos desde la segunda mitad de 2022 y el efecto del endurecimiento de la política monetaria han permitido una notable contención de la inflación del área del euro (véase gráfico 2) y de otras geografías en el transcurso de 2023.

De cara al futuro, las proyecciones de inflación anticipan una reducción gradual de esta hacia el entorno del 2 % a medio plazo tanto en el área del euro como en España, y los riesgos en relación con estas proyecciones se encuentran equilibrados. Por un lado, como ya se ha señalado, los factores geopolíticos son una fuente relevante de riesgos al alza sobre los precios de la energía y otras materias primas, como los alimentos, lo que puede propiciar un repunte más general de las presiones inflacionarias. Los factores climáticos también representan una fuente de riesgo exógena sobre la evolución de los precios de la energía y los alimentos. Asimismo, un incremento superior al estimado de los salarios y los márgenes empresariales generaría un aumento superior de la inflación. Por otro lado, una materialización de los riesgos a la baja sobre el escenario de crecimiento o un potencial mayor impacto de la política monetaria podría dar lugar a una inflación más baja que la proyectada.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha comunicado que, con la información disponible en la actualidad, se estima que el nivel de tipos de interés actual, si se mantiene durante el tiempo necesario, sería coherente, en términos generales, con alcanzar el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. En todo caso, sigue subrayando que ajustará su política monetaria en función de los datos recibidos para asegurar la estabilidad de precios.

En un contexto de presiones inflacionarias globales, es también necesario considerar la transmisión entre regiones de los ajustes de las políticas monetarias, a través de canales comerciales y, particularmente, financieros. Así, en Estados Unidos el crecimiento económico se ha mantenido muy robusto y, más recientemente, se ha producido un cierto repunte de la inflación, por lo que se anticipa que la Reserva Federal mantenga unos tipos de interés elevados, y superiores a los de otras economías avanzadas, por más tiempo (véase gráfico 3). Esto contribuye a las expectativas de un endurecimiento más prolongado de las condiciones financieras globales, dada la posición central de este país en el sistema financiero internacional.

En cuanto a la economía china, tanto la consolidación de la apertura de su economía tras el abandono de las políticas de «COVID cero», con el consiguiente aumento de su producción y su contribución a la oferta global, como la debilidad de su demanda interna han tendido a reducir las presiones inflacionarias globales.

Gráfico 3
Expectativas del tipo de interés a corto plazo según OECD Economic Outlook (a)

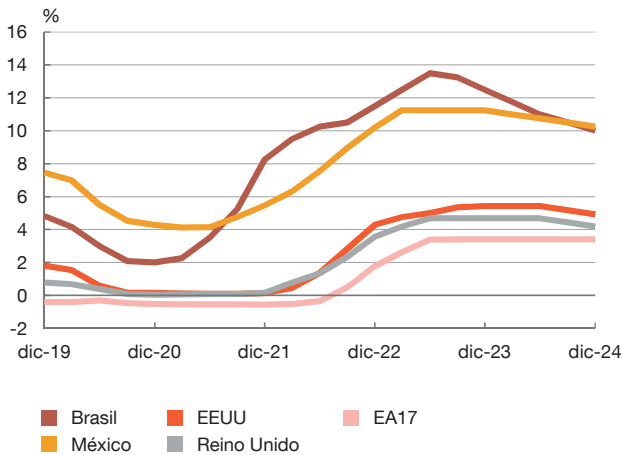
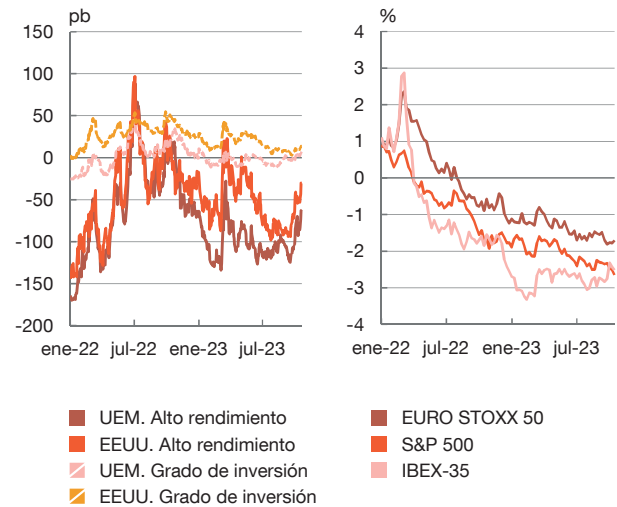


Gráfico 4
Diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva swap (izqda.) (b) y prima de riesgo bursátil (dcha.) (c). Desviaciones con respecto a una media histórica



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y Refinitiv Datastream.

- a La expectativa de tipos de interés a corto plazo se refiere a los valores proyectados de las tasas del mercado monetario a tres meses. Los datos proyectados los calcula la OCDE haciendo una evaluación general del clima económico en países individuales y de la economía mundial en su conjunto, utilizando una combinación de análisis basados en modelos y modelos de indicadores estadísticos.
- b Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial. Las desviaciones están calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2023. La media es 454 pb para los bonos de alto rendimiento de la UEM, 446 pb para los bonos de alto rendimiento de EEUU, 78 pb para los bonos de grado de inversión de la UEM y 131 pb para los bonos de grado de inversión de EEUU.
- c La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de Fuller, R. J. y C.C. Hsia (1984), "A simplified common stock valuation model", Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023. La media es 6,62% para el Euro Stoxx 50, 5,00% para el S&P 500 y 7,89% para el Ibex 35.

Respecto a las economías emergentes, el actual ciclo de subidas de tipos de interés en las economías avanzadas no ha provocado salidas de capitales elevadas en estos países, en buena medida porque han elevado sus tipos de interés de forma temprana y hasta niveles comparativamente altos, en particular en Latinoamérica (véase gráfico 3). No obstante, el potencial endurecimiento adicional de las condiciones en los mercados financieros mundiales sigue siendo un riesgo relevante para su estabilidad financiera.

R3 Incremento de la aversión al riesgo de los agentes económicos

A pesar del incremento de la carga financiera de los agentes y de que las perspectivas económicas contemplan una inflación todavía relativamente elevada y un crecimiento débil de la actividad, las primas de riesgo requeridas sobre los activos financieros, de renta tanto fija como variable, se mantienen en niveles reducidos en perspectiva histórica (véase gráfico 4). Las turbulencias bancarias globales generaron en marzo de este año un cierto repunte de las primas de riesgo, que se ha corregido de forma rápida y casi completa en los meses posteriores del año.

En este contexto, se identifica el riesgo de que se produzca un incremento de la aversión al riesgo² de los agentes que genere un mayor endurecimiento de los costes de financiación y reduzca la actividad, al posponer o reducir los agentes sus planes de consumo o inversión por motivos precautorios.

Esta mayor aversión al riesgo podría ser consecuencia de la reducción de los recursos disponibles para afrontar pérdidas financieras. Por ejemplo, aquellos agentes económicos cuyas reservas de liquidez disminuyen ante el aumento sostenido de costes financieros ven mermada su capacidad de asumir crecimientos adicionales de esos costes u otro tipo de perturbaciones.

La menor disposición a tomar riesgo de los agentes económicos podría derivar también de una percepción más negativa ante la probabilidad de una evolución adversa del escenario macrofinanciero; en particular, de un mayor pesimismo sobre las sendas de crecimiento e inflación. La presencia de valoraciones relativamente elevadas en el contexto actual de incertidumbre puede hacer más frágiles estas percepciones y llevar a una corrección de precios más abrupta y de mayor magnitud si estas se tornan más pesimistas.

Hasta ahora, el ajuste de los mercados financieros al entorno de tipos de interés más elevados ha sido en general ordenado, pero la aparición de tensiones financieras en ciertos segmentos podría empeorar la percepción global de riesgos. Esto presionaría al alza las primas de riesgo de los instrumentos financieros negociados y también conduciría a una oferta de crédito bancario más restringida.

A escala internacional, el aumento de la aversión al riesgo puede endurecer especialmente las condiciones de financiación en economías emergentes, más allá de los efectos sobre los tipos libres de riesgo de las políticas monetarias más restrictivas. Esto es relevante, sobre todo, para aquellas que acumulan mayores vulnerabilidades financieras, como es el caso de Turquía. El cambio de orientación de las políticas económicas de este país ha comenzado a moderar sus vulnerabilidades, pero el proceso de ajuste plantea retos relevantes, que se elevarían ante un deterioro de las condiciones financieras globales.

Las vulnerabilidades a escala global en ciertos intermediarios financieros no bancarios o la materialización de pérdidas en inversiones inmobiliarias, de forma particular en China, pueden actuar también como factores amplificadores de estas dinámicas.

2 Para los propósitos de este análisis, se utiliza el término «aversión al riesgo» de forma amplia, esto es, como la menor voluntad de los agentes a asumir riesgo, tanto por una estimación más pesimista de la probabilidad futura de escenarios macrofinancieros adversos como por la menor preferencia por (o mayor coste de) decisiones que puedan generar pérdidas. No se aplica una definición estricta exclusivamente referida a las preferencias de los agentes.

R4 Riesgo a la baja sobre el crecimiento económico

El crecimiento de la actividad económica, tanto a escala global como en el área del euro y España, se ha debilitado en el período transcurrido de 2023. En el caso de España, las tasas de crecimiento observadas en los dos primeros trimestres de 2023 (4,2 % y 2,2 % en términos interanuales en el primer y el segundo trimestre de 2023, respectivamente) se sitúan sustancialmente por encima de las observadas en el conjunto del área del euro (1,1 % y 0,6 %) y en el resto de las economías europeas de mayor tamaño, pero también se observa una pérdida de dinamismo con respecto al conjunto de 2022. Las perspectivas de evolución de la actividad se orientan a la baja en distintos sectores y áreas geográficas (véase gráfico 5).

Las proyecciones para 2023-2025 contemplan un crecimiento medio de la economía española en el entorno del 2 %, en un contexto de revisión al alza de las estimaciones preliminares de PIB de años previos, que implicarían que ya en 2022 se habría recuperado el nivel de actividad prepandemia. No obstante, el último ejercicio de previsión del Banco de España ha supuesto revisiones a la baja del crecimiento para 2024 y 2025, como consecuencia de una menor demanda externa, en un contexto de bajo crecimiento en el conjunto de Europa, un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y un repunte del precio del petróleo.

En la medida en que se produzcan perturbaciones adicionales negativas sobre estos factores, podría producirse un mayor freno del crecimiento de la actividad en nuestro país, con el consiguiente impacto negativo en la renta de hogares y empresas

Gráfico 5
Evolución de la actividad en el área del euro, Estados Unidos y España (a)

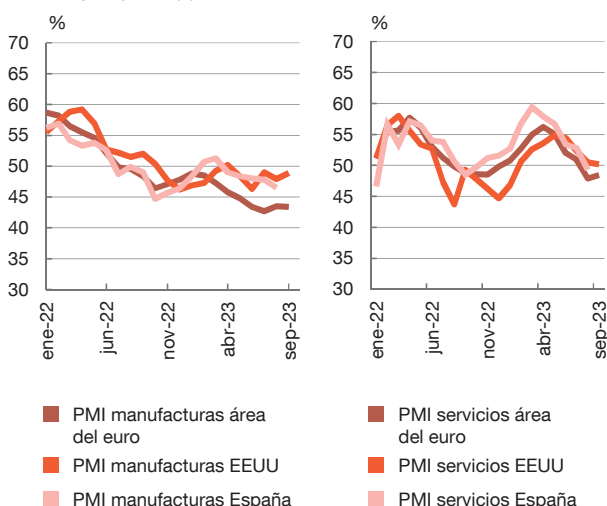
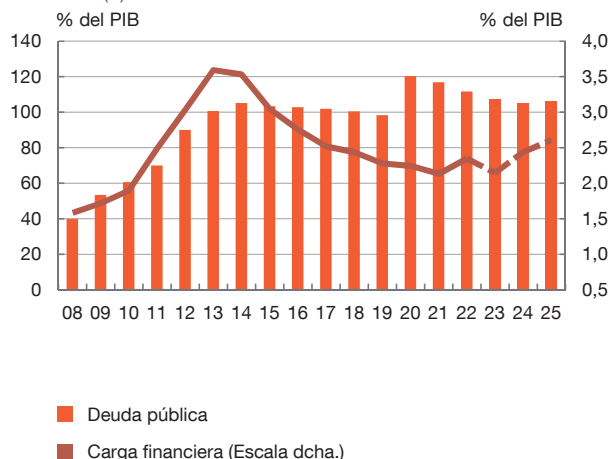


Gráfico 6
Endeudamiento de las AAPP españolas y carga financiera asociada (b)



FUENTES: S&P Global, Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Banco de España.

a Último dato observado: septiembre de 2023 (dato flash de EEUU y área del euro) y agosto 2023 (España).

b Para los años 2023 a 2025 se presentan las previsiones del Banco de España publicadas el pasado mes de septiembre. En el caso de la ratio de deuda sobre PIB, estas se ajustan mecánicamente a la baja por la revisión al alza del PIB nominal anunciada por el INE ese mismo mes de septiembre.

no financieras, presionando su capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras en el actual entorno de tipos de interés más elevados.

Las principales vulnerabilidades³ de la economía y del sistema financiero español incluyen:

V1 Nivel elevado de endeudamiento público

La ratio de deuda pública española sobre el PIB ha continuado reduciéndose hasta un valor del 111,2 % sobre el PIB a mediados de 2023, más de 14 puntos porcentuales (pp) por debajo del valor máximo del 125,3 % alcanzado en marzo de 2021. Igualmente, el déficit público continúa la senda descendente iniciada en el segundo trimestre de 2021, situándose en el 4,4 % sobre el PIB en junio de 2023 (frente al 4,8 % del mismo trimestre del año previo y el 11,1 % del primer trimestre de 2021). La reducción de la ratio de endeudamiento público se ha debido exclusivamente al avance del PIB nominal, ya que los intereses pagados y el déficit primario habrían supuesto un aumento de la ratio de más de 11 pp desde los máximos de 2021.

De cara al futuro, las proyecciones del Banco de España contemplan una reducción gradual de la ratio de endeudamiento público en los próximos años, aunque se situaría todavía en niveles muy elevados, cercanos al 108 %, en 2025. En paralelo, este nivel de endeudamiento, junto con el incremento del coste de financiación, llevará a un aumento de la carga financiera de la deuda pública sobre el PIB, que podría alcanzar el 2,6 % en 2025, 0,5 pp por encima de su nivel actual y 1 pp por encima del mínimo alcanzado en 2008 (véase gráfico 6).

En efecto, el coste de las nuevas emisiones de deuda pública alcanzó un nivel cercano al 3,6 % en septiembre de 2023, muy por encima del promedio observado entre 2013 y 2021, del 0,5 %. Esta evolución viene explicada fundamentalmente por el incremento de los tipos libres de riesgo como resultado del endurecimiento de la política monetaria, mientras que la prima de riesgo de la deuda pública española continúa estable desde finales de 2022 en un nivel próximo a los 100 puntos básicos (pb), 30 pb superior a su nivel medio de 2021, cuando registró su valor mínimo desde la crisis financiera global.

Hasta el momento, los plazos relativamente largos de vencimiento de la deuda preexistente (7,8 años), y la amortización de deuda emitida a tipos de interés comparativamente elevados durante la crisis de deuda soberana han mitigado el

³ En este Informe, las vulnerabilidades se definen como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera.

impacto del incremento del coste de las nuevas emisiones sobre el coste medio de la deuda pública.

En este contexto, el elevado nivel de endeudamiento público y de déficit público estructural sigue representando un elemento de vulnerabilidad significativo de la economía española, en particular ante potenciales escenarios de cambios abruptos de la percepción de riesgo de los mercados, como los mencionados con anterioridad. Adicionalmente, reduce el espacio fiscal para amortiguar potenciales perturbaciones sobre la economía.

Así, la política fiscal debe cumplir con las recomendaciones de la UE⁴, de forma que se reduzcan gradualmente el endeudamiento y el déficit público estructural. Para ello, se requiere el diseño e implementación de un programa de consolidación fiscal sostenida en el tiempo. El uso adecuado de los fondos europeos del programa *Next Generation EU* —que no tienen efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— permitiría, además, reducir los costes a corto plazo sobre la actividad del inicio de este proceso de consolidación. Asimismo, la aplicación de un paquete de reformas estructurales ambicioso contribuiría al objetivo de reducción de los desequilibrios fiscales a través del aumento del crecimiento potencial de la economía.

V2 Debilidad financiera de hogares y empresas

En los dos primeros trimestres de 2023 se ha prolongado la tendencia a la reducción de las ratios de endeudamiento de empresas no financieras y hogares en 4,6 pp y 2,4 pp sobre el PIB, respectivamente, con respecto al cierre del año anterior. Sin embargo, ante la desaceleración de la demanda y el aumento progresivo de la carga de intereses, se prevé un incremento del porcentaje de agentes vulnerables.

En el caso de las empresas no financieras, ha continuado durante la primera mitad de 2023 la mejora de sus beneficios y rentabilidad⁵. Se observa, sin embargo, una peor evolución en algunos sectores, influidos por el comportamiento negativo observado en las empresas de refino de petróleo y de comercio al por mayor de combustible, que registraron beneficios elevados el año previo. Los resultados más recientes de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, por sus siglas en inglés) proporcionan señales de una evolución menos favorable de las pymes que de las empresas de mayor tamaño.

4 Véase [Recomendación del Consejo Europeo](#) sobre el Programa de Estabilidad de España de 2023 de España, de 24 de Mayo de 2023.

5 Estos resultados están basados en la muestra de la Central de Balances Trimestral, que consta de un número reducido de empresas, generalmente de tamaño significativamente superior al de la empresa media en España.

Además, en los próximos trimestres las empresas no financieras españolas continuarán afrontando riesgos sobre la evolución de su rentabilidad. El menor impulso de la demanda tenderá a frenar el avance de sus beneficios, tanto a través de un menor dinamismo de la facturación, como por la capacidad más limitada para transmitir los aumentos de costes a sus precios de venta. Además, la presión al alza sobre los costes laborales y de los *inputs* energéticos también contribuiría a una evolución menos positiva de los beneficios.

Por otra parte, el aumento gradual del coste medio de la deuda corporativa a medida que se trasladan los aumentos de los tipos de interés, en particular a la vinculada a préstamos bancarios (véase gráfico 7), que ha empezado a frenar el avance de los beneficios después de intereses en el primer semestre del año, continuará de forma previsible ejerciendo una presión negativa sobre la rentabilidad. Esto es así a pesar del efecto mitigador de la presencia de algunos *stocks* de deuda a largo plazo y tipo fijo, no sujetos a revisiones a corto plazo de los tipos de interés, en particular la relacionada con los préstamos ICO desplegados ante el inicio de la pandemia. Estos últimos se estarían amortizando, no obstante, a un ritmo notable (-21,8 % hasta junio de 2023).

Por su parte, en los mercados mayoristas el coste de financiación empresarial ha registrado aumentos adicionales en el primer semestre de 2023, después de presentar un crecimiento muy marcado a lo largo de 2022, condicionado por el endurecimiento de la política monetaria. Sigue sin observarse un tensionamiento significativo de las primas de riesgo corporativas, pero la materialización de incrementos de aversión al riesgo podría ejercer una presión adicional sobre este componente del coste de financiación.

En conjunto, por tanto, la presión financiera elevada sobre algunas empresas continúa siendo un elemento de vulnerabilidad, que puede verse reforzado conforme avanza la renovación de deuda con plazo más corto. Hasta ahora, la buena evolución de los beneficios ha contenido el crecimiento de la proporción de empresas vulnerables, pero los riesgos a la baja sobre la actividad podrían reducir la contribución de este factor de contención.

En cuanto a los hogares, estos han experimentado una recuperación de su renta bruta disponible de cerca del 8 % interanual en el segundo trimestre de 2023 en términos nominales y del 1,7 % en términos reales, que ha permitido paliar los efectos negativos del aumento de la inflación y de los tipos de interés sobre su capacidad de consumo y de pago de obligaciones financieras.

El aumento de los tipos de interés continúa, sin embargo, presionando al alza la carga financiera de los hogares con deuda y su coste medio. En particular, la carga financiera de la deuda hipotecaria ha aumentado para los hogares en todos los quintiles de renta (véase gráfico 8), y el coste medio de los saldos vivos hipotecarios

Gráfico 7
Incremento de los tipos de interés de las carteras de préstamo y depósito (a)

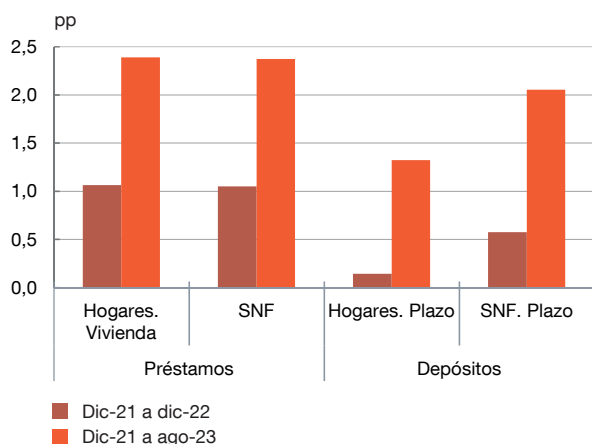
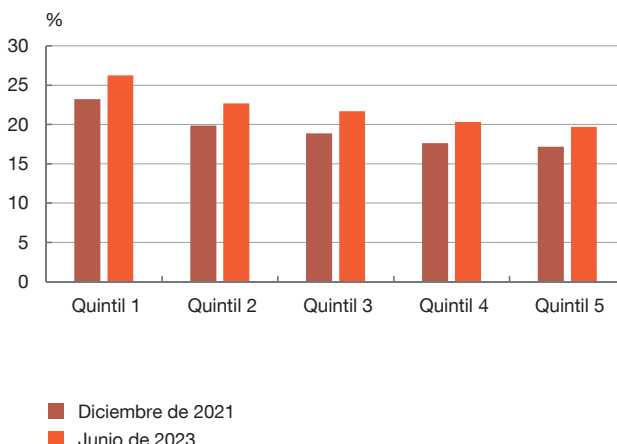


Gráfico 8
Ratio loan-service to income. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés aplicado en operaciones de préstamo y depósito en el período de referencia.
- b El gráfico recoge la ratio loan service to income (LSTI) de las hipotecas vivas para dos fechas (diciembre de 2021 y junio de 2023) y en cada quintil de renta. La ratio LSTI es el cociente entre la cuota anual de la hipoteca y la renta del hogar (como aproximación de esta variable, se toma la renta bruta media anual del hogar en el código postal). Los valores representados se corresponden con la media del LSTI en cada quintil, ponderada por el importe vivo del préstamo. Esta ponderación ofrece una representación más precisa del LSTI del volumen de crédito vivo. No se dispone de la renta de los hogares por código postal para los últimos años, por lo que sus valores actuales se obtienen actualizando las rentas en la última fecha disponible a partir de la evolución de la renta neta media por hogar de la Encuesta de condiciones de vida del INE.

se situó en el 3,4 % en agosto de 2023, 234 pb por encima del registrado a finales de 2021 (véase gráfico 7).

De cara al futuro, es esperable una mayor transmisión del incremento de los tipos de interés al coste de la deuda viva de los hogares, lo que contribuiría al aumento de la proporción de hogares endeudados con carga financiera elevada. Ello a pesar del aumento de las amortizaciones anticipadas de deudas realizadas por los hogares en los últimos meses. Así, se estima que alrededor del 30 % de las hipotecas a tipo variable experimentarán una revisión al alza de sus tipos de interés de más de 1 pp en los 12 meses posteriores a junio de 2023.

Ante el aumento de la presión financiera de los hogares, la modificación de las condiciones contractuales de su deuda puede contribuir a aumentar las probabilidades de recobro y mitigar los impactos negativos sobre el consumo. Así, el Real Decreto-ley 19/2022 introdujo una serie de medidas, entre las que destaca la reforma del marco de códigos de buenas prácticas (CBP) para las modificaciones de las condiciones de los préstamos hipotecarios de hogares vulnerables o en riesgo de serlo. En los primeros siete meses de 2023, el número de solicitudes de recurso a los CBP (más de 42.000) ha sido limitado con respecto al número total de hipotecas vivas (menos del 0,4 %) y también respecto a las que cumplían las condiciones para acogerse, aunque notablemente superior al volumen medio observado en períodos de esta duración en la experiencia histórica del CBP introducido en 2012. El

porcentaje de operaciones efectivamente realizadas ha sido reducido en relación con el volumen de solicitudes (8 %), si bien un 50 % están pendientes de resolverse. Alrededor del 40 % de las solicitudes han sido rechazadas, en un porcentaje muy elevado por no ser elegibles de forma objetiva para el programa. De forma relacionada, no se han detectado incrementos significativos del volumen total de reestructuraciones o refinanciaciones en los préstamos a hogares fuera del ámbito de los códigos.

Para valorar este volumen de solicitudes y operaciones, es necesario tener en cuenta que el período de tiempo transcurrido desde el comienzo del año, cuando entró en vigor el nuevo marco de CBP, es todavía reducido. Además, la resiliencia del empleo y de la renta habría sostenido la capacidad de pago de los hogares. La modificación de condiciones hipotecarias, también dentro del diseño de los CBP, implica costes para los hogares en la medida que requieran de un esfuerzo de financiación adicional. Así, estos tienen, de forma general, incentivos para usar estas opciones solo cuando sufren problemas de liquidez que no admiten una solución alternativa. En cualquier caso, será necesario mantener una monitorización estrecha del desarrollo de estas medidas en función de la coyuntura macrofinanciera.

V3 Debilidades en la capacidad de intermediación del sector financiero

Los beneficios del sector bancario español continuaron mostrando una evolución favorable en el primer semestre de 2023. Así, las rentabilidades sobre el total activo (ROA, por sus siglas en inglés) y sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés) se situaron en el 0,8 % y el 12,1 % en junio de 2023, respectivamente, 15 pb y 200 pb superiores a las registradas en el cierre del año anterior.

El aumento de los tipos de interés ha continuado incrementando en mayor medida los ingresos de los bancos que sus costes de financiación, y el consiguiente crecimiento del margen de interés continúa siendo el factor que más contribuye a a la evolución de la rentabilidad en el primer semestre de 2023 (véase gráfico 9). Esta evolución positiva del margen de interés ha más que compensado la variación desfavorable de los costes de explotación en el entorno inflacionario actual, el crecimiento de las dotaciones por deterioros financieros (concentrado en el negocio en el extranjero) y el impacto del gravamen extraordinario a la banca en el negocio en España.

La holgada situación de liquidez del sector bancario español ante el ciclo de subidas de tipos de interés iniciado en 2022 y el nivel negativo del que partían estos han contribuido a contener el coste del pasivo, en particular de los depósitos bancarios (véase gráfico 7). No obstante, en la primera mitad de 2023 se ha observado una intensificación de la transmisión de la subida de tipos de política monetaria a los tipos medios de los depósitos bancarios; se ha observado, asimismo, un incremento

Gráfico 9
Descomposición de la variación del resultado.
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)

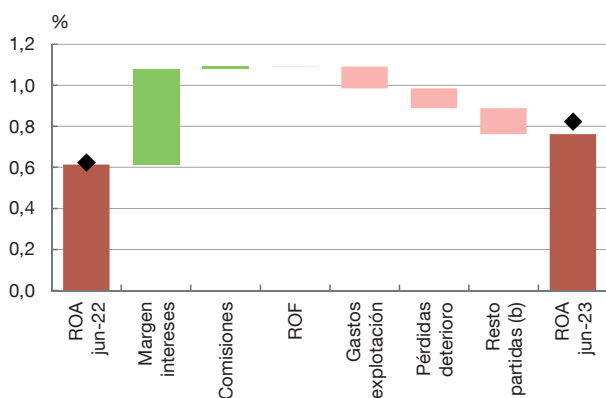
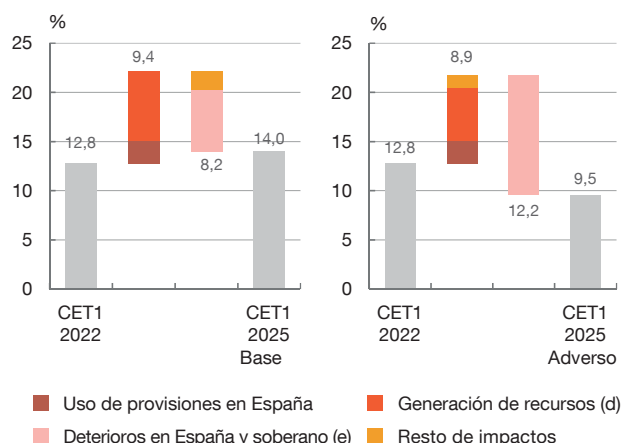


Gráfico 10
Pruebas de resistencia FLESB. Impacto sobre la ratio de CET1 en escenario base (izquierda) y escenario adverso (derecha) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2023 respecto a junio de 2022. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo un resultado extraordinario en junio de 2022 derivado de la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros) y el impacto del gravamen temporal a la banca de 2023 en junio de 2023 (-1,3 mm de euros).
- b Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios y el gravamen temporal a la banca referidos en la nota anterior.
- c El efecto neto de los flujos positivos (negativos) se indica en la etiqueta de datos sobre (debajo) la barra correspondiente. Las ratios de CET1 iniciales y finales se presentan bajo criterio fully-loaded. El resto de impactos incluye, entre otros efectos, la variación de los APR entre 2022 y 2025 y el efecto de los avales del ICO. Resultados agregados, incluyendo entidades bajo supervisión directa tanto del MUS como del Banco de España.
- d Esta variable incluye el margen de explotación en España y el resultado neto atribuible al negocio en el extranjero. Se trata así de comparar los posibles recursos generados en el conjunto del grupo bancario frente a las pérdidas por deterioro en España y soberano, que son el foco de estos ejercicios.
- e Esta variable muestra la proyección durante los tres años del ejercicio de la pérdida bruta por deterioro de la cartera crédito para las exposiciones en España y otro tipo de pérdidas (asociadas a la cartera de renta fija, a la gestión de los activos adjudicados y a la cartera de soberano).

de la contribución a los gastos por intereses del resto de las categorías de pasivos financieros. El peso de estos gastos sobre el total pasivo ha crecido así 114 bp en términos anualizados desde diciembre de 2022, hasta el 2,3 %.

Por su parte, el avance de la finalización de las operaciones TLTRO (*targeted longer term refinancing operation*)⁶ del Eurosistema está induciendo una cierta recomposición del pasivo, con un mayor peso de los fondos proporcionados por intermediarios financieros, en particular a través de préstamos interbancarios. En cuanto a los depósitos de hogares y empresas, crecieron moderadamente a nivel consolidado y han comenzado a contraerse en el negocio en España (tasas de crecimiento interanual respectivas del 1,3 % y el -1 % en junio de 2023).

Después del impacto inicial de las turbulencias financieras de marzo de este año, las condiciones de mercado para la banca europea se han normalizado en gran medida. Así, desde mayo, las emisiones de deuda se reactivaron de forma notable,

⁶ Estas operaciones del Eurosistema proporcionan financiación a largo plazo a las entidades de crédito en condiciones favorables con el objetivo de estimular la actividad de préstamo a la economía real. El primer programa TLTRO se lanzó en 2014, y el último, el TLTRO-III, se lanzó en 2019, y se espera su amortización completa en 2024.

lo que de manera previsible permitirá a las entidades españolas completar holgadamente sus planes de financiación para este año y cumplir con los requerimientos de resolución.

Las cotizaciones bursátiles de los bancos españoles, que llegaron a descender cerca de un 20 % con respecto al nivel previo a la crisis de Silicon Valley Bank (SVB) y Credit Suisse, han recuperado buena parte de su valor, aunque se sitúan todavía un 6,2 % por debajo del nivel previo al 8 de marzo de 2023⁷ (-9,2 % en el caso de los bancos del área del euro).

Al tiempo que se producían estos ajustes en las fuentes de financiación, las entidades españolas han mantenido una buena posición de liquidez, con ratios de cobertura de liquidez y financiación estable neta (LCR y NSFR, por sus siglas en inglés) en niveles del 176,9 % y el 131,1 %, en ambos casos por encima del requerimiento mínimo del 100 %.

La ratio LCR presenta, no obstante, un descenso de 28,7 pp desde el valor del 205,6 % observado en junio de 2022. Esta disminución estaría asociada a la reducción de depósitos en bancos centrales, en los que se acumulaba como reservas de liquidez parte de la financiación de coste reducido obtenida de estos, y se situaría dentro de lo esperado ante el encarecimiento de ese tipo de fondos y los incentivos para reducir su uso.

En este contexto, los bancos españoles consiguieron alcanzar también un incremento interanual de su ratio de capital CET1 de 25 pb, situándose en el 13,1 % en junio de 2023.

A pesar de esta buena evolución reciente, la materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en este Informe puede tener un impacto significativo negativo sobre el sector bancario. Para valorar su impacto, las herramientas de pruebas de resistencia resultan de gran utilidad.

El ejercicio coordinado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), publicado en julio, muestra que el conjunto del sector bancario europeo se mantendría resiliente frente a un escenario adverso caracterizado por una recesión importante y repuntes adicionales de la inflación y de los tipos de interés. Así, la ratio agregada de CET1 lograría mantenerse en 2025 en el 10,4 %, tras absorber un impacto negativo de 459 pb. Las ocho entidades españolas significativas que participan en el ejercicio lo finalizan en un nivel similar (10 %) al del conjunto europeo, presentando un menor impacto (240 pb), que compensa la menor ratio de CET1 de partida (12,4 %, frente a una media europea del 15 %).

⁷ La entidad SVB anunció el 8 de marzo ventas significativas de sus carteras de instrumentos financieros y ventas adicionales de emergencia, lo que dio lugar a una elevada fuga de depósitos al día siguiente y a su colapso el 10 de marzo, lo que precipitaría una corrección global de las cotizaciones del sector bancario.

El ejercicio *top-down* de pruebas de resistencia⁸ del Banco de España utiliza el escenario adverso de la EBA junto con supuestos de estrés adicional sobre la calidad de crédito de distintos sectores empresariales, motivados por la incertidumbre ante la acumulación de perturbaciones extraordinarias en el período 2020-2022. Este ejercicio abarca también una muestra más amplia de entidades significativas y menos significativas. Los resultados bajo este marco metodológico alternativo muestran también una elevada capacidad de resistencia agregada, a pesar del estrés adicional aplicado sobre el riesgo de crédito, con una disminución de la ratio de capital CET1 de casi 330 pb, alcanzando un nivel del 9,5 % al final del ejercicio (véase gráfico 10). Sin ese estrés adicional, los resultados serían similares a los del ejercicio de la EBA.

Los resultados de las pruebas de resistencia muestran, en todo caso, una cierta heterogeneidad entre entidades bancarias, y es necesario mantener una monitorización cercana de los posibles impactos de un entorno de riesgos macrofinancieros elevados.

Aunque la atención de las pruebas de resistencia se suele centrar en los resultados obtenidos para el escenario adverso, los del escenario central se pueden utilizar como un indicador de la evolución esperada de la solvencia del sector si no se producen grandes desviaciones de las proyecciones macroeconómicas. Los resultados señalan que, a pesar de la subida de tipos de interés, la previsión de una continuación de la senda de crecimiento y el posicionamiento financiero del sector bancario permitirían generar capital de manera orgánica en el período 2023-2025. En particular, en el ejercicio del Banco de España, y de acuerdo con las previsiones de septiembre de 2023, la ratio de CET1 podría crecer cerca de 140 pb en este período.

Por otra parte, se mantiene la preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades en el segmento de intermediación financiera no bancaria, en particular en relación con posiciones de liquidez ajustadas y un elevado grado de apalancamiento. Por sectores, el de los fondos de inversión abiertos presenta mayores señales de vulnerabilidad. Como se ha señalado en números anteriores de este Informe, la reacción de estos agentes ante la materialización de los riesgos identificados podría generar espirales de ventas de activos con elevados descuentos, que supondrían un mayor endurecimiento de las condiciones de financiación del sector bancario y también una potencial reducción de la valoración de sus tenencias de instrumentos financieros negociados.

8 El ejercicio de pruebas de resistencia del Banco de España [*Forward Looking Exercise on Spanish Banks (FLESB)*] se apoya en el reporte regulatorio y supervisor y la estimación propia de distintos modelos de riesgos y evolución financiera de las entidades. La EBA coordina un ejercicio *bottom-up* con restricciones, en el que las propias entidades bancarias estiman los resultados del ejercicio, bajo algunas restricciones metodológicas y sujetas al contraste de valores extremos y con modelos *top-down del supervisor*.

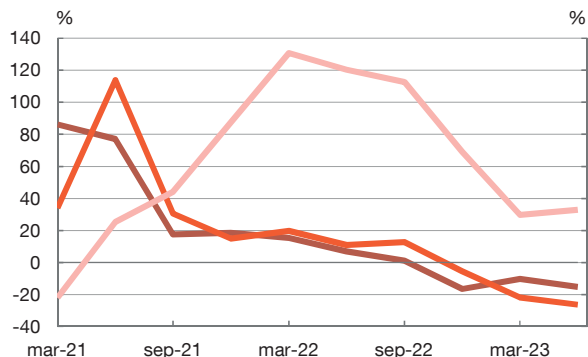
Evolución del mercado inmobiliario

En esta ocasión, se ha excluido de la lista de vulnerabilidades la acumulación de desequilibrios inmobiliarios, de los que se observó alguna señal incipiente en 2022.

La tendencia contractiva de actividad y crédito en el mercado de la vivienda que se inició en el tercer trimestre de 2022 ha continuado en la parte transcurrida de 2023. En particular, en el segundo trimestre de 2023, el volumen de compraventas de vivienda presentaba una reducción interanual del 15 % (frente al 10 % del cuarto trimestre de 2022), mientras que el nuevo crédito hipotecario para adquisición de vivienda presentaba una caída más marcada, del 26,3 % (frente al descenso del 5,5 % del cuarto trimestre de 2022). Como consecuencia, se ha dado la situación de que se han vendido más viviendas sin hipoteca que con ella. Con todo, tanto el volumen de compraventas de vivienda como el nuevo crédito hipotecario para adquisición de vivienda están aún por encima de sus niveles anteriores a la pandemia.

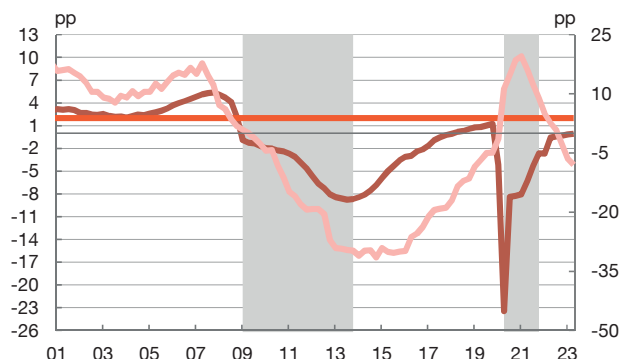
En el segundo trimestre de 2023 se observó un repunte del crecimiento del precio de la vivienda que truncó la tendencia decreciente que se venía observando desde hace un año. En concreto, la tasa de variación interanual se situó en el 3,6 % en junio de

Gráfico 11
Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial (a)



■ Compraventas de vivienda
■ Crédito nuevo (b)
■ Precio de la vivienda (Escala dcha.)

Gráfico 12
Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (c)



■ Brecha de producción
■ Umbral de activación
■ Brecha de crédito-PIB (Escala dcha.)

FUENTES: Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana y Banco de España.

- a Tasas de variación interanual sobre series desestacionalizadas.
b Tasa de variación sobre el volumen de crédito concedido en cada trimestre.
c La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española", Documentos Ocasionales, N.º 1603. Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25,000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited", Documentos Ocasionales, N.º 1906. Banco de España. Datos disponibles hasta junio de 2023. Las áreas sombreadas en gris muestran dos periodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal naranja representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.

2023 (véase gráfico 11), algo por encima de la inflación general. Por tanto, será necesario mantener una vigilancia cercana de este indicador, en particular en el caso de la vivienda nueva, para valorar la persistencia de este comportamiento.

En esta coyuntura de corrección de la tendencia expansiva previa del mercado de la vivienda, se siguen observando valores cercanos a una posición neutral de los indicadores de desequilibrio del precio de la vivienda, y no se han observado signos de relajación de los estándares y criterios de concesión de las hipotecas.

Orientación de la política macroprudencial

El posicionamiento de la política macroprudencial del Banco de España continúa fuertemente condicionado por la incertidumbre sobre la evolución macrofinanciera. Además, la brecha de crédito-PIB continúa su evolución descendente, impulsada por el comportamiento contractivo del crédito y la expansión del producto nominal, y se sitúa con los últimos datos disponibles en niveles negativos más alejados del umbral de activación que hace seis meses (véase gráfico 12). Por su parte, la brecha de producción se sitúa más cercana a valores positivos, en un contexto en el que la actividad ha seguido creciendo en el período transcurrido de 2023 y en el que se mantienen las presiones inflacionarias.

En consecuencia, el colchón de capital anticíclico se mantiene actualmente en el 0 % y no se ha producido la activación de otras medidas macroprudenciales. Como se describe en detalle en el capítulo 3, la traslación a los requerimientos de capital bancario en España del marco de mínimos del BCE de colchones para otras entidades de importancia sistémica (OEIS) ha supuesto el aumento de 25 pb de los mínimos exigidos por este concepto a las dos entidades españolas de mayor importancia sistémica.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO

Las nuevas tensiones geopolíticas ocasionadas por el ataque de Hamás a Israel el 7 de octubre pueden tener un impacto importante sobre la economía mundial. Este se manifestaría a través de diversos canales comerciales y financieros; destacan especialmente los efectos sobre los mercados energéticos de petróleo y gas, como ilustran distintos episodios históricos desde mediados del siglo XX. Estos efectos serán tanto más disruptivos cuanto más se extienda el conflicto, en particular si se vieran involucrados otros países exportadores de esas materias primas energéticas de la región o se produjesen disrupciones importantes a las principales rutas de distribución.

Canal de mercados energéticos

El impacto de un evento geopolítico de esta naturaleza sobre el precio del petróleo y del gas depende del volumen de producción que resulte afectado y de la duración de dicho suceso. En función de estas variables, los principales eventos de este tipo ocurridos en Oriente Próximo desde la crisis del petróleo de 1973 han tenido un impacto heterogéneo sobre el precio del crudo (véase gráfico 1)¹. Así, algunos de ellos tuvieron efectos más persistentes, como las crisis de los años setenta, mientras que otros eventos más recientes tuvieron un carácter más transitorio, lo que depende también de la incidencia de factores mitigantes. Entre estos destaca la capacidad excedentaria de otros países productores o el recurso a los *stocks* de inventarios y de reservas estratégicas.

De momento, las tensiones actuales de Oriente Próximo no han afectado a la producción de petróleo y apenas a la de gas natural², de modo que el impacto inmediato en sus precios ha sido relativamente limitado, unos 6 dólares por barril de Brent y unos 10 euros por megavatio hora el gas en Europa. Sin embargo, una extensión del conflicto a otros países de la región, algunos de ellos entre los principales productores mundiales de materias primas energéticas, como Arabia Saudí, Irán, Iraq o Catar, podría tener efectos más importantes.

Un escenario especialmente preocupante sería el bloqueo de corredores estratégicos, como el tránsito marítimo por

el estrecho de Ormuz, por el que circula alrededor de un 20 % de la oferta mundial de petróleo (véase gráfico 2) y en torno a un 25 % de la de gas natural licuado, de acuerdo con los datos de la Agencia Internacional de la Energía.

Ello tendría un impacto directo en las importaciones energéticas que realizan la Unión Europea (UE) y España desde Oriente Próximo, que suponen alrededor de un 10 % del total (véase gráfico 3)³. Aunque se pudiera recurrir a importar esos productos de otros países, los efectos se harían sentir a través de un aumento de los precios de esas materias primas energéticas, en particular del petróleo⁴, cuyo mercado está más integrado globalmente.

Ese incremento de los precios de la energía supondría una nueva perturbación para la economía mundial, tras los *shocks* vividos en los últimos años, con consecuencias adicionales adversas en términos de actividad y de nuevos aumentos de la inflación, que podrían llevar a un tono más restrictivo de las políticas monetarias.

Canal de confianza y de mercados financieros

A los efectos negativos por el *shock* energético se sumarían otros posibles canales de impacto, como serían los derivados de una mayor incertidumbre e inestabilidad geopolítica —que puede afectar a la confianza de hogares y empresas y a sus decisiones de gasto— o de un mayor grado de aversión al riesgo en los mercados financieros.

En este sentido, los mercados financieros internacionales han reaccionado de forma mucho más contenida en los diez días posteriores al comienzo del conflicto entre Israel y Hamás de lo que hicieron en el mismo período después de la invasión rusa de Ucrania. Esta última tuvo un impacto más generalizado y pronunciado, y se mantuvo más allá de los primeros diez días de análisis, en particular en los mercados europeos.

A esto habría contribuido que los aumentos de los precios de la energía hayan sido moderados, como ya se ha comentado, y, en particular, inferiores a los observados tras el inicio del

1 J. D. Hamilton. (2011). «Historical oil shocks», NBER Working Papers, 16790, National Bureau of Economic Research.

2 Se ha cerrado una pequeña explotación de gas en Israel.

3 Las exposiciones comerciales de la UE y España a la región de Oriente Próximo se circunscriben, principalmente, a la importación de productos energéticos, mientras que en el resto de las partidas el volumen de exportaciones e importaciones ronda el 2 % del total.

4 Banco de España. (2020). «Recuadro 3. Tensiones geopolíticas y precio del petróleo». *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2020.

Recuadro 1

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

Gráfico 1
Tensiones geopolíticas y precio del petróleo

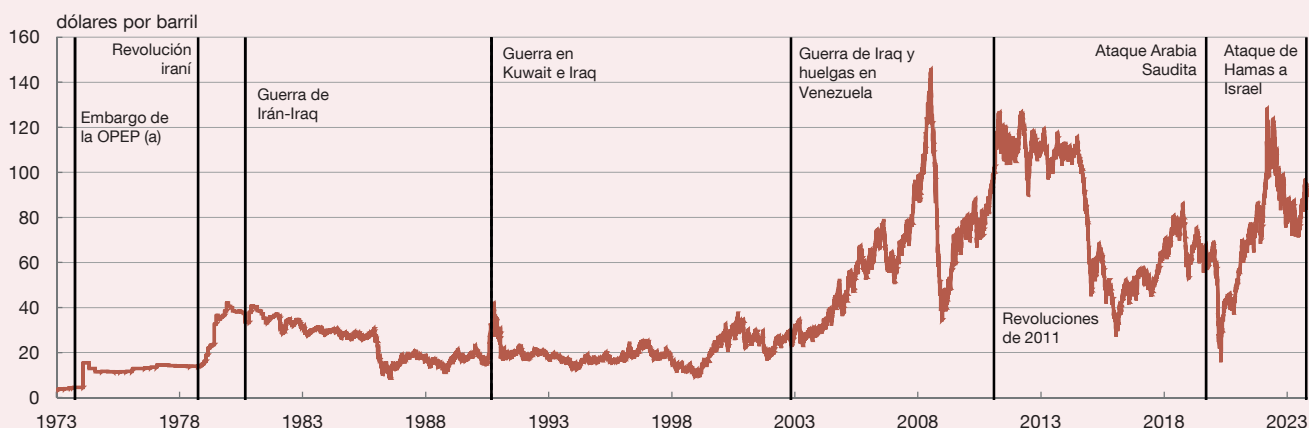


Gráfico 2
Exportaciones de petróleo a través del Estrecho de Ormuz

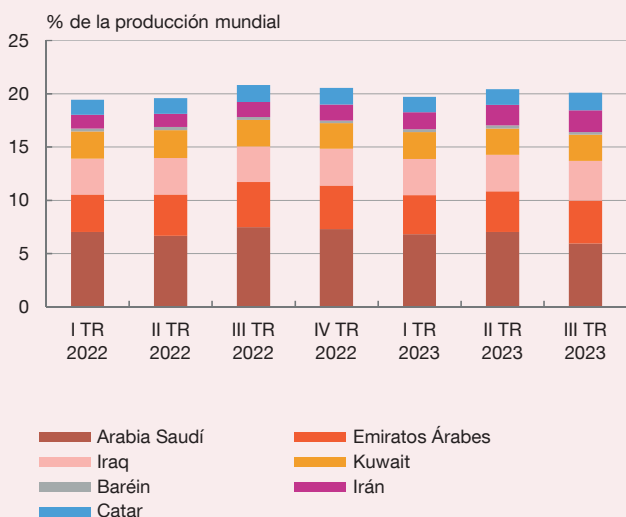


Gráfico 3
Comercio con países de Oriente Próximo (2022) (b)



FUENTES: Eurostat, Agencia Internacional de la Energía, Refinitiv y Banco de España.

a Consecuencia de la guerra del Yom Kippur.

b Incluye: Arabia Saudí, Bahrein, Emiratos Arabes Unidos, Irán, Iraq, Israel, Jordania, Cisjordania, Kuwait, Líbano, Omán, Catar, Siria y Yemen.

conflicto ruso-ucraniano (véase gráfico 4). Aun así, sí que se percibe un incremento más notable del precio del gas natural.

Las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años de Estados Unidos, Alemania y España cayeron en los primeros días del conflicto entre Israel y Hamás, aunque

gran parte de esas caídas se han revertido en ese mismo plazo, principalmente en Estados Unidos⁵ (véase gráfico 5). Esto implicaría que los inversores no han revisado de forma significativa, a raíz del conflicto, sus expectativas de la senda futura de tipos de interés o buscado con intensidad valores refugio.

5 La reducción de las rentabilidades de los bonos soberanos pudo deberse no solo a la búsqueda de un activo refugio, sino al efecto de las declaraciones de algunos miembros de la Reserva Federal contrarios a un tensionamiento adicional de la política monetaria.

Recuadro 1

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

Gráfico 4
Precio de la energía

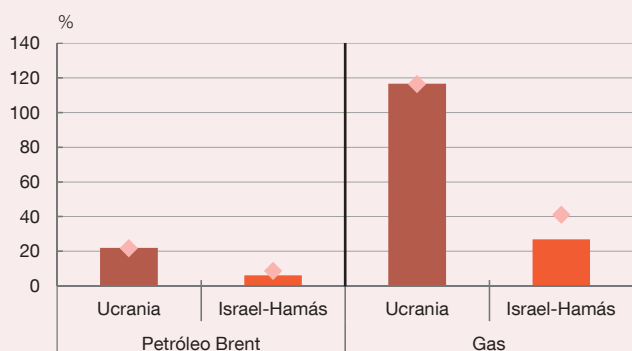


Gráfico 5
Renta fija (rentabilidad de la deuda pública a 10 años)

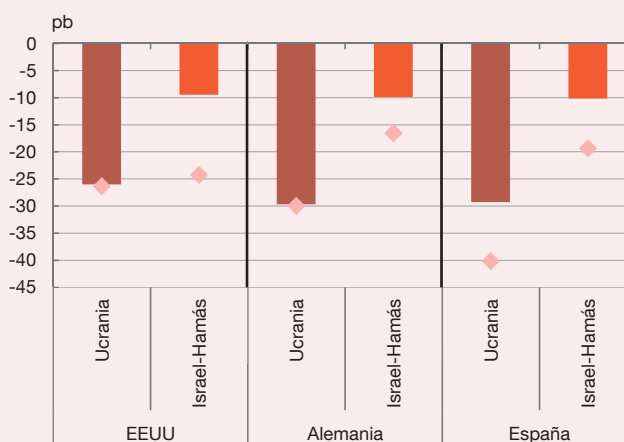
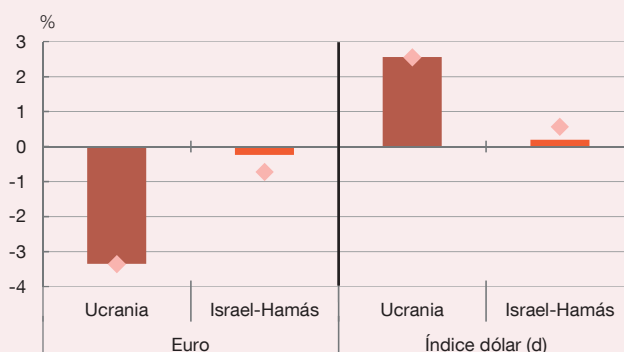


Gráfico 6
Renta variable (índices bursátiles)



Gráfico 7
Tipos de cambio



■ Variación acumulada durante los 10 primeros días de la guerra en Ucrania (a)
 ■ Variación acumulada durante los 10 primeros días del conflicto Israel-Hamás (b)
 ♦ Máx. variación acumulada diaria durante los 10 primeros días (c)

FUENTE: Bloomberg.

- a La variación se calcula desde el día anterior al comienzo de la guerra en Ucrania (es decir, desde el 23 de febrero de 2022).
- b La variación se calcula desde el día anterior al comienzo del conflicto entre Israel y Hamás (es decir, desde el 6 de octubre de 2023).
- c Se representa la variación acumulada diaria más alta dentro del mismo período de diez días antes mencionado.
- d El índice mide la evolución relativa del dólar respecto a una canasta de seis de las principales monedas extranjeras (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca, y franco suizo).

El EURO STOXX 50, el IBEX-35 y el S&P 500 se han mostrado resistentes ante el conflicto Israel-Hamás hasta la fecha de análisis, lo que contrasta fuertemente con lo sucedido tras la invasión de Ucrania, que tuvo un efecto muy negativo sobre las bolsas europeas (véase gráfico 6).

Finalmente, la apreciación inicial del dólar frente a otras monedas de economías avanzadas, incluido el euro, se está revirtiendo parcialmente, en contraste con lo que sucedió tras la invasión de Ucrania, cuando el índice del dólar subió un 2,5 % y el euro perdió más de un 3 % frente

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

al dólar, movimientos que se mantuvieron en el tiempo (véase gráfico 7).

Experiencia histórica de la evolución de los mercados energéticos y financieros mundiales ante el inicio de conflictos en Oriente Próximo

El desarrollo del conflicto entre Israel y Hamás es extremadamente incierto, así como lo es su posible extensión en la región y el posible grado de involucración de distintos actores geopolíticos globales. En este contexto, resulta de utilidad medir la evolución de los mercados de la energía y financieros en los meses posteriores al inicio de conflictos armados previos en Oriente Próximo. A pesar de ciertas limitaciones, este ejercicio proporciona una referencia histórica útil para valorar el entorno de incertidumbre actual.

Más específicamente, el ejercicio realizado mide el cambio en variables financieras (rendimiento de los bonos de Estados Unidos a diez años, índice S&P 500 e índice MSCI Europa) y en el precio del petróleo (precio del barril de crudo Brent) tomando como punto de partida una lista de fechas de inicio de los principales conflictos armados en la región, desde el Septiembre Negro (guerra civil jordana, 6 de septiembre de 1970) hasta la guerra civil yemení (usando como fecha de referencia la intervención saudí el 25 de marzo de 2015)⁶.

Para cada conflicto, se determina el último día de negociación antes de su fecha de referencia y se calcula el cambio de cada variable (diferencias en el caso de los rendimientos de los bonos y crecimiento acumulado relativo a la fecha de inicio en el caso de los índices bursátiles y los precios del petróleo) durante los seis meses posteriores (horizonte de riesgos más relevante para propósito de los IEF).

A continuación, para cada variable y sobre el conjunto de sendas de seis meses consideradas para todos los conflictos, se estiman, para cada fecha, los percentiles 15, 50 (mediana) y 85. Esto proporciona no solo una tendencia central (la mediana), sino también una medida de incertidumbre sobre el impacto potencial de los conflictos armados en las variables seleccionadas en cada horizonte. Además, en los gráficos se muestra el impacto mínimo y máximo de los conflictos armados. También se muestra el impacto medio de seis conflictos especialmente destacados, tanto por su extensión regional como por pérdidas humanas, la incertidumbre sobre sus consecuencias⁷ y el episodio actual del conflicto Hamás-Israel.

Cabe señalar entre las limitaciones de este ejercicio que otros eventos o perturbaciones macrofinancieras pueden ocurrir en el horizonte de seis meses tras cada conflicto e influir en la evolución de estas variables⁸. No obstante, la colección de conflictos históricos considerada es amplia y representativa, por lo que permite estimar una distribución general de riesgos al alza y a la baja a lo largo del horizonte de seis meses que es relevante para el conflicto actual.

En el caso del precio del petróleo Brent, resulta llamativo que, si bien aproximadamente la mitad de los conflictos conducen a un aumento del precio del petróleo, la otra mitad tiene un impacto negativo, con lo que el impacto mediano es nulo. Sin embargo, la distribución de impactos incluye escenarios muy desfavorables, con aumentos considerables del precio del petróleo, como, por ejemplo, los que se observaron en la guerra del Yom Kipur o la invasión de Kuwait en 1990, de forma coherente con el papel destacado de los países de Oriente Próximo en el suministro de petróleo al mundo (véase gráfico 8)⁹.

6 La lista de conflictos considerada incluye: Septiembre Negro en Jordania (6.9.1970); guerra del Yom Kipur (6.10.1973); invasión turca de Chipre (20.7.1974); guerra civil del Líbano (13.4.1975); inicio del conflicto turco-kurdo (27.11.1978); Revolución iraní (16.1.1979); Revolución en Siria (31.5.1979); primera guerra del Golfo (22.9.1980); invasión de Israel del Líbano (6.6.1982); primera intifada palestina (8.12.1987); segunda guerra del Golfo: invasión de Kuwait (2.8.1990); segunda guerra del Golfo: operación Tormenta del Desierto (17.1.1991); segunda intifada (28.9.2000); operación Escudo Defensivo de Israel (29.3.2002); tercera guerra del Golfo (20.3.2003); guerra Hizbullah-Israel (12.7.2006); inicio de la primera guerra de Gaza: operación Plomo Fundido de Israel (27.12.2008); rebelión en Egipto (25.1.2011); guerra civil en Siria (15.3.2011); guerra de Iraq contra la insurgencia (30.12.2013); operación Borde Protector de Israel: guerra de Gaza (8.7.2014); guerra civil en Yemen: intervención saudí (25.3.2015). Algunos de estos conflictos se han prolongado y contendrían otras fechas de eventos significativos además de las utilizadas, que cubren, sin embargo, un conjunto amplio de los conflictos en la región desde 1970.

7 Estos incluyen la guerra del Yom Kipur, la Revolución iraní, la primera guerra del Golfo, la segunda guerra del Golfo: invasión de Kuwait, la segunda guerra del Golfo: operación Tormenta del Desierto, y la rebelión en Egipto de 2011.

8 Una limitación adicional proviene de que las estructuras políticas y económicas vigentes en décadas distantes no son perfectamente comparables.

9 Nótese que, si bien el Brent no es el tipo de petróleo crudo suministrado por los países de Oriente Próximo, el precio de esta materia prima históricamente tiene una correlación positiva elevada con el de sus principales homólogos globales.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

Gráfico 8
Precio petróleo Brent (a)

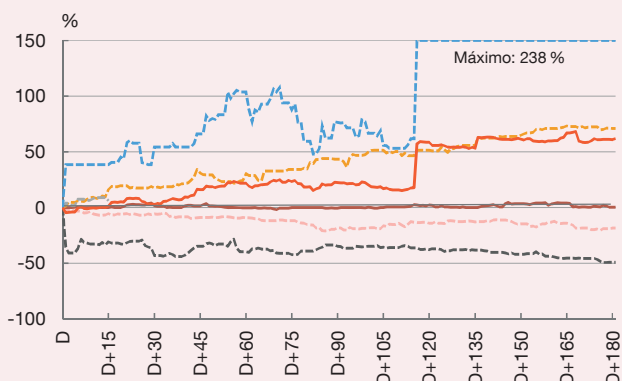


Gráfico 9
Deuda soberana EEUU a 10 años (a)

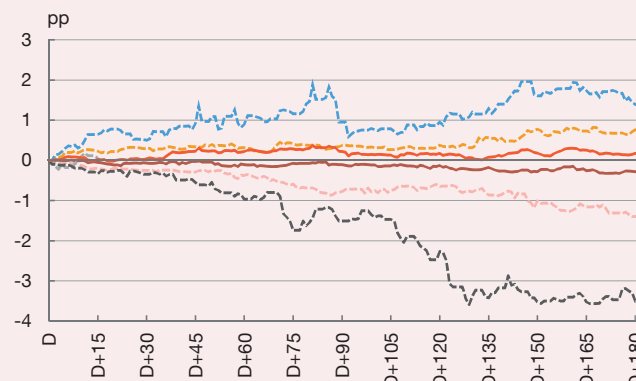


Gráfico 10
Índice S&P 500 (a)

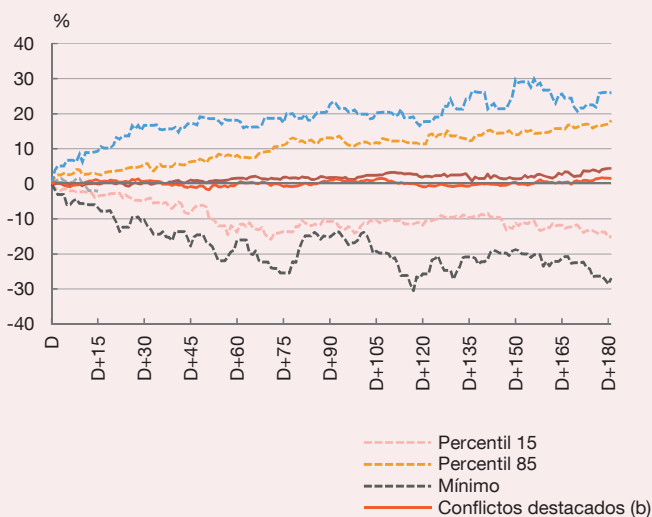
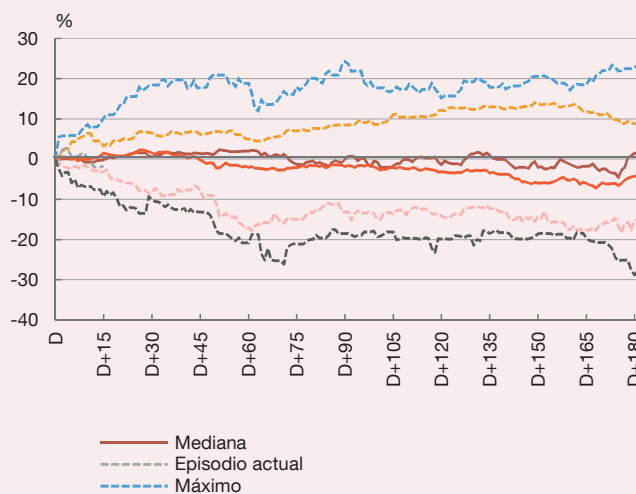


Gráfico 11
Índice MSCI Europa (a)



FUENTES: Datastream, Thomson Reuters y Banco de España.

a La fecha D designa el día anterior al día de referencia de inicio de conflictos. Para cada día en el período entre D y D+1 80 días (seis meses), se miden en relación a la fecha D las diferencias en el caso de los rendimientos de la deuda soberana de EE.UU. y el crecimiento acumulado en el caso de índices bursátiles y los precios del petróleo.

b A efectos del gráfico, se consideran conflictos destacados los siguientes: Guerra del Yom Kippur (06/10/1973), Revolución Iraní (16/01/1979), Primera Guerra del Golfo Pérsico (22/09/1980), Segunda Guerra del Golfo Pérsico: Invasión de Kuwait (02/08/1990), Segunda Guerra del Golfo Pérsico: Operación Tormenta del Desierto (17/01/1991), y Revolución en Egipto (25/01/2011).

Para los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a diez años, en el gráfico 9 se observa que, si bien hay una ligera tendencia negativa, en consonancia con el papel de los bonos de Estados Unidos como activos seguros en esta clase de escenarios, existe también evidencia histórica de aumentos en los rendimientos de estos bonos. Esto posiblemente pueda explicarse por el hecho de que algunos de estos conflictos armados (como, por

ejemplo, la guerra del Yom Kipur o la primera guerra del Golfo) también pueden generar presiones inflacionarias notables, lo que eleva las expectativas sobre las tasas de interés futuras.

En cuanto al índice S&P 500, se aprecia una tendencia general al alza a pesar del inicio de conflictos en Oriente Próximo. No obstante, algunos conflictos con unas consecuencias globales

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE LA ENERGÍA DE LOS CONFLICTOS DE ORIENTE PRÓXIMO (cont.)

más inciertas, como la guerra del Yom Kipur, pueden ejercer una clara presión a la baja sobre los precios de las acciones, como se observa en los percentiles de evolución más desfavorables (véase gráfico 10).

Por su parte, en el caso del índice bursátil europeo MSCI, se observa un efecto mediano casi nulo y, de nuevo, un amplio rango de evoluciones, tanto positivas como negativas. En todo caso, se evidencia también la existencia de posibles sendas históricas con fuertes contracciones en la evolución de las valoraciones europeas de los activos financieros de renta variable (véase gráfico 11).

En términos generales, el análisis histórico presentado sugiere cierta cautela en la evaluación del potencial

impacto económico y financiero que puede tener el conflicto actual entre Israel y Hamás a corto plazo. Por una parte, existen escenarios de escaso o nulo impacto, y el simple hecho de un inicio de conflicto en Oriente Próximo no implica certeza sobre la senda de evolución de los precios de la energía o los activos financieros. Por ejemplo, hay distintos ejemplos históricos en los que el inicio de un conflicto no ha sido obstáculo para que se produzcan bajadas del precio de petróleo en meses posteriores. Sin embargo, esta experiencia histórica señala también que pueden darse, en función de la escalada que se produzca, fuertes disrupciones en el valor de los activos financieros o del precio del petróleo. Estas aparecen asociadas a aquellos conflictos más destacados por la mayor incertidumbre que implicaban sobre los equilibrios geopolíticos internacionales.

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

La economía global se está desacelerando en un contexto de presiones inflacionistas todavía elevadas y políticas monetarias restrictivas. Las perspectivas de crecimiento económico han tendido a deteriorarse en numerosos países, y especialmente en el área del euro y China. En los mercados emergentes se ha producido una mejoría de las condiciones, pero ello es compatible con la presencia de áreas de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

La economía española, aunque ha mostrado un crecimiento económico relativamente robusto, también afronta un cierto debilitamiento. Las principales fuentes de riesgo sobre su crecimiento están relacionadas con el desempeño de la economía mundial, los efectos del endurecimiento de la política monetaria y las tensiones geopolíticas.

En los mercados financieros, a pesar de que han seguido elevándose los tipos de interés libres de riesgo, las primas de riesgo continúan estando muy contenidas, situándose en niveles históricamente reducidos. El mercado inmobiliario español también se está viendo afectado por el aumento de los tipos de interés, con un descenso marcado del volumen de compraventas y nuevas hipotecas, si bien, hasta ahora, la desaceleración de los precios está siendo más gradual.

Por su parte, la situación económica y financiera de los hogares y las empresas ha mostrado, en términos agregados, una evolución favorable en los últimos dos trimestres gracias al dinamismo de las rentas. Sin embargo, la traslación gradual del aumento de los tipos de interés al coste de las deudas eleva la presión financiera de los agentes endeudados. El avance de la actividad económica también está permitiendo una mejora del déficit público, que sigue siendo elevado, y de la deuda pública, que sigue constituyendo un elemento de vulnerabilidad.

1.1 Entorno macroeconómico

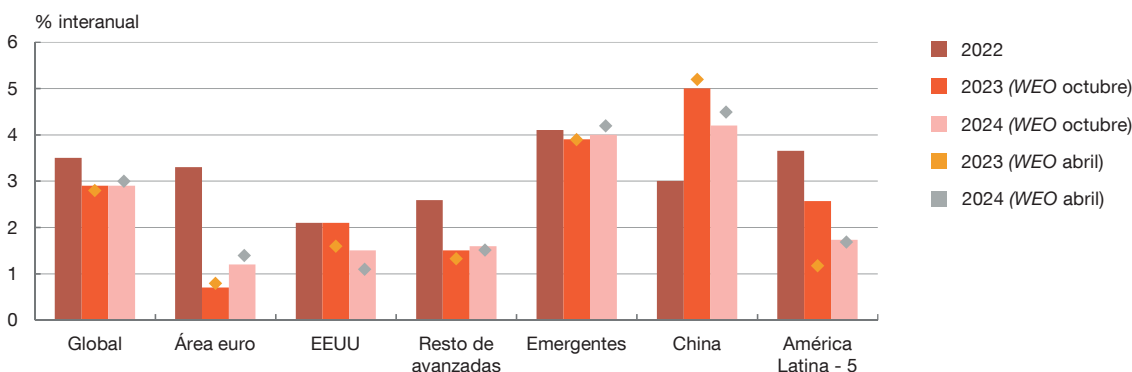
1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

En los meses transcurridos de 2023, la actividad económica mundial se ha desacelerado, al tiempo que se han reducido las tasas de inflación. Si bien el avance del PIB en la primera mitad del año resultó mayor de lo esperado, con sorpresas positivas en algunas economías, como Estados Unidos, los indicadores más recientes apuntan a una creciente debilidad económica, que se habría trasladado desde las manufacturas al sector de los servicios en la segunda mitad

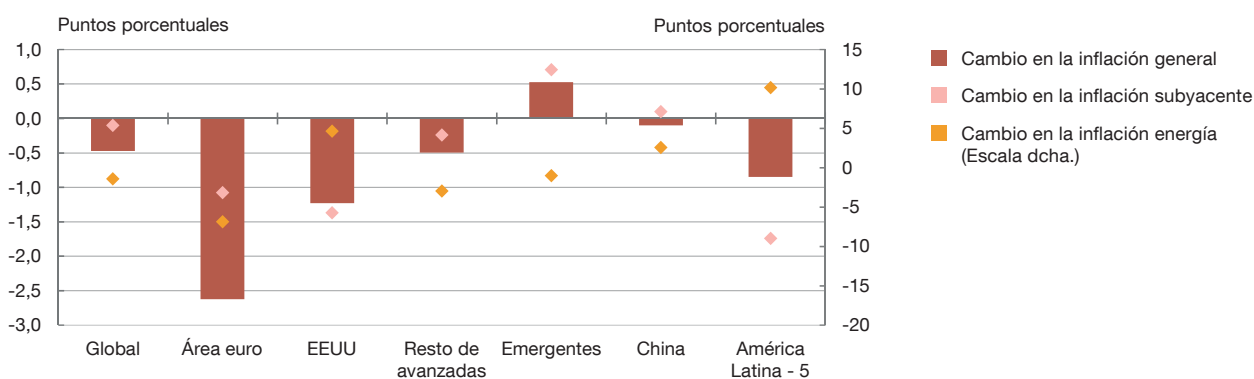
Gráfico 1.1

Desaceleración económica desigual por regiones y corrección limitada de las tasas de inflación subyacente

1.1.a Perspectivas de crecimiento del PIB (2022-2024) (a)



1.1.b Variación en la inflación general y subyacente entre abril de 2023 y septiembre de 2023 (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales y Refinitiv.

a Previsiones del WEO de octubre de 2023. En rombos, las previsiones correspondientes al mes de abril.

b La inflación es la tasa de variación interanual del índice de precios de consumo. El agregado «Global» incluye Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Japón, Canadá, Noruega, Suecia, Suiza, China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, R. Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Turquía. El agregado «Emergentes» incluye China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, R. Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Turquía. El agregado «América Latina - 5» incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

del año. La prolongación de la guerra de Ucrania, las aún elevadas tensiones inflacionistas, el consiguiente tono más restrictivo de las políticas monetarias y la fuerte desaceleración en China están lastrando el crecimiento global.

Desde primavera, las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 y 2024 se han revisado de manera heterogénea por áreas geográficas (véase gráfico 1.1.a).

Así, en Estados Unidos y América Latina las revisiones han sido al alza, por el mayor dinamismo económico que han venido mostrando ambas regiones. Por el contrario, en el área del euro las expectativas de crecimiento para ambos años se han revisado a la baja, debido, entre otros factores, al endurecimiento de las condiciones financieras, la menor demanda externa y el repunte de los precios de la energía. Por su parte, en China se han rebajado notablemente las perspectivas económicas como consecuencia de la crisis inmobiliaria que viene atravesando el país (véase recuadro 1.1) y de la debilidad de la demanda interna y externa.

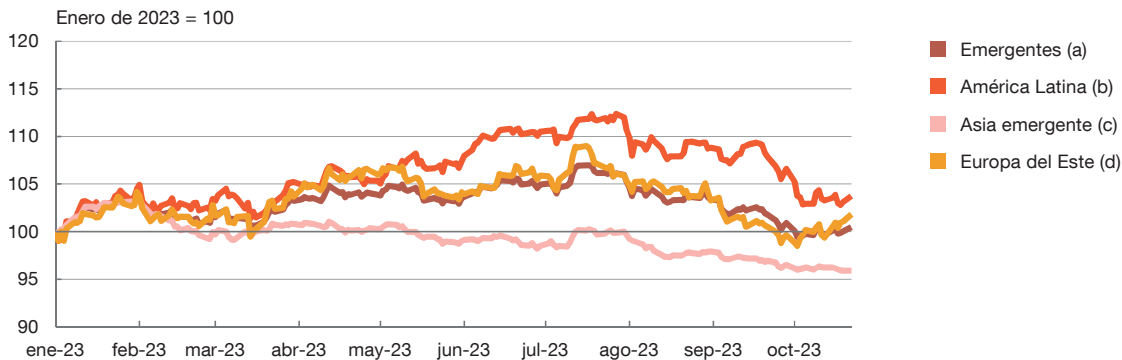
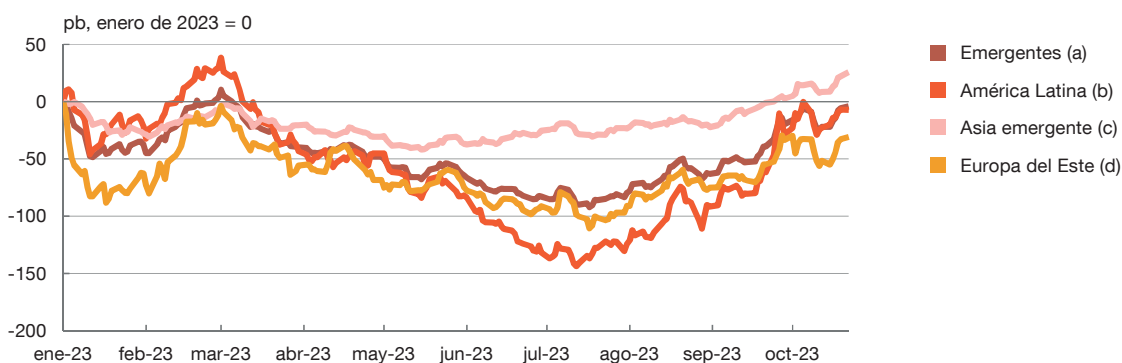
Los riesgos para el crecimiento mundial siguen sesgados a la baja. Entre los riesgos para la actividad destacan los derivados de las tensiones geopolíticas, no solo por la incertidumbre sobre la duración y el alcance de la guerra de Ucrania o el reciente conflicto desencadenado en Oriente Próximo, sino también por las perspectivas de fragmentación comercial y financiera en bloques geoestratégicos, que lastraría el comercio y el crecimiento global. Un endurecimiento adicional de las condiciones financieras, derivado de un deterioro de la situación inflacionista, de peores perspectivas fiscales en algunos países sistémicos, como Estados Unidos, o de mayores primas de riesgo, afectaría también negativamente a la economía mundial.

El balance de riesgos para la inflación es ahora más equilibrado. Aunque las tasas de inflación general se han reducido (véase gráfico 1.1.b), la persistencia de la inflación subyacente en tasas muy elevadas ilustra bien la existencia de algunos riesgos al alza. En este sentido, la reducida holgura de los mercados laborales —que podría derivar en mayores presiones salariales— o el repunte reciente de los precios de la energía —que tienen su origen fundamentalmente en factores de oferta y que podrían agravarse con el conflicto en Oriente Próximo— podrían generar nuevas tensiones inflacionistas. Por otro lado, factores como la normalización de las cadenas de suministro a escala global, el endurecimiento del tono de las políticas monetarias y el menor crecimiento esperado global estarían actuando en la dirección opuesta.

En las economías emergentes, los mercados financieros registraron un comportamiento relativamente favorable en los últimos meses. La mejoría fue especialmente reseñable en América Latina (véanse gráficos 1.2.a y 1.2.b) como resultado de factores diversos. En primer lugar, esta región ha alcanzado unos tipos de interés comparativamente más elevados que otras geografías en el actual ciclo contractivo de la política monetaria, tras haber comenzado a aumentarlos de forma más temprana y en mayor magnitud. Esto ha permitido a los países latinoamericanos contener las tensiones depreciatorias sobre sus monedas procedentes del endurecimiento de la política monetaria en las economías avanzadas. Además, las sorpresas positivas de la actividad en Brasil y México y la evolución favorable del precio de las materias primas han contribuido también a este buen desempeño.

En la mayor parte de las economías emergentes, las tasas de inflación continuaron reduciéndose en el período reciente. No obstante, lo han hecho de forma más lenta en los últimos meses, por el repunte reciente de los precios de la energía. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales han pausado el ciclo de endurecimiento monetario e incluso algunos, como Brasil, Chile, Hungría y Polonia, los han empezado a reducir. Por el contrario, en Rusia y Turquía los tipos de interés se elevaron sustancialmente para contener las presiones inflacionistas.

Con todo, los riesgos para el crecimiento en las economías emergentes siguen orientados a la baja. Una falta de sincronización de sus políticas monetarias con

Las economías emergentes muestran una evolución financiera favorable**1.2.a Tipos de cambio frente al dólar. Un aumento indica apreciación frente al dólar****1.2.b Variación de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en moneda local**

FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Media de las tres regiones representadas.
- b Media simple de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- c Media simple de China, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, India e Indonesia.
- d Media simple de República Checa, Hungría, Polonia, Rusia y Rumanía.

respecto a las de las economías avanzadas podría dar lugar a una depreciación de la mayor parte de las monedas de estos países frente al dólar y a un comportamiento menos favorable de los flujos de capitales. Un crecimiento menor de lo esperado en las principales economías avanzadas reduciría la contribución del sector exterior al avance de su PIB. En sentido contrario, el alza reciente de los precios de la energía y los alimentos podría afectar particularmente al proceso de reducción de la inflación de las economías emergentes, dado el mayor peso relativo de estos componentes en sus cestas de consumo. Finalmente, en algunos países emergentes existen riesgos derivados de las tensiones políticas y la incertidumbre sobre las políticas económicas. En lo que sigue se repasan las principales vulnerabilidades de las economías emergentes con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

En México, la actividad económica ha sorprendido al alza, en un contexto de evolución favorable de su sistema bancario. El crecimiento de la economía

mexicana fue mayor de lo esperado en el primer semestre de 2023. Aunque la inflación general ha venido mostrando una trayectoria descendente, la subyacente permanece en niveles muy elevados, por encima de la general. En este contexto, el banco central ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 11,25 % desde marzo de 2023 —después de un incremento acumulado de 725 pb desde junio de 2021—. El sistema bancario mexicano mantiene niveles de capital y liquidez por encima de los mínimos regulatorios y el crédito al sector privado ha mantenido su dinamismo. En lo referente a otros riesgos, una agencia de calificación crediticia revisó a la baja la calificación de la empresa petrolera estatal PEMEX, subrayando que podría suponer un factor negativo para la calificación de la deuda soberana mexicana.

En el caso de Brasil, se han producido algunos avances en el ámbito fiscal, donde se concentran sus principales vulnerabilidades económicas. La actividad económica brasileña también sorprendió al alza en el primer semestre, al tiempo que se mantuvo la tendencia descendente de inflación, si bien no de forma sostenida. El banco central inició en agosto un ciclo de relajación monetaria que se ha plasmado en dos recortes de los tipos de interés oficiales de 50 pb, hasta situarlos en el 12,75 %, en un contexto de fijación de un objetivo de inflación del 3 % y avances en las reformas fiscales, con la aprobación de una nueva regla fiscal y una reforma del sistema impositivo. Este refuerzo del marco institucional del país se reflejó en un comportamiento favorable de los mercados financieros y en la mejora de la calificación soberana en un escalón, por primera vez desde 2009. Aunque los riesgos para la economía brasileña pueden considerarse ahora más equilibrados, persisten algunos de índole fiscal y financiera. Entre ellos, el uso de la empresa petrolera pública para contener el aumento de los precios de la energía e impulsar la inversión pública, o de la banca pública para financiar un nuevo plan de inversión a medio plazo.

En Turquía se ha producido un giro hacia políticas económicas más ortodoxas tras la celebración de las elecciones presidenciales. El crecimiento de la economía turca siguió mostrando una notable fortaleza en la primera mitad de 2023, como resultado de la profundización de políticas fiscales y monetarias expansivas que agravaron los desequilibrios existentes, como una inflación muy elevada (cercana al 40 %) y un abultado déficit por cuenta corriente. No obstante, tras las elecciones de mayo, las autoridades han promovido medidas de ajuste fiscal y una política monetaria más restrictiva, con subidas de tipos de interés entre junio y septiembre de 1650 pb (hasta el 25 % actual). Adicionalmente, el banco central ha introducido algunas medidas para contener el crecimiento del crédito y ha iniciado un proceso de simplificación regulatoria (por ejemplo, con medidas encaminadas a eliminar los depósitos protegidos de variaciones cambiarias). Asimismo, se han reducido sustancialmente las intervenciones en el mercado cambiario, para recomponer las reservas internacionales y permitir un ajuste del tipo de cambio, aunque ello ha llevado a una depreciación cercana al 30 % de la lira turca frente al dólar y a un nuevo repunte de la inflación en los últimos meses. El programa de ajustes afronta desafíos notables en el entorno actual de elevada incertidumbre macrofinanciera.

1.1.2 España

El crecimiento de la economía española se ha moderado sustancialmente a lo largo de este año, debido a la pérdida de impulso de la actividad económica global tras la recuperación de la pandemia y el impacto acumulado de la fuerte alza de los precios y de los tipos de interés. Tras aumentar un 0,6 % y un 0,5 % en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el PIB de la economía española habría avanzado a menor ritmo entre julio y septiembre, según las últimas previsiones del Banco de España (véase gráfico 1.3.a)¹. La información más reciente apunta a un crecimiento moderado de la actividad en el último trimestre del año.

Con todo, en el conjunto de 2023, de acuerdo con las previsiones del Banco de España publicadas el pasado mes de septiembre, el producto crecería un 2,3 %². Este incremento sería inferior al observado un año antes (5,8 %).

Además, la economía española está exhibiendo un dinamismo mayor que el conjunto del área del euro. Ello se debe, principalmente, a la mayor importancia relativa de los servicios ligados al turismo en la estructura productiva de nuestro país. Estos sectores han evidenciado en los últimos trimestres mayores ritmos de actividad que otras ramas, como las manufactureras, lastradas por la desaceleración de la economía china, cuyo peso en la economía española es comparativamente menor.

Desde comienzos de 2024, la actividad adquiriría un dinamismo algo mayor bajo el escenario central de proyecciones, a pesar de la presencia de algunos elementos que ejercerían cierto freno. Los factores que respaldarían este mayor crecimiento están relacionados con la recuperación gradual del entorno exterior y de la confianza de los agentes, la relativa fortaleza del mercado de trabajo y la aceleración en la ejecución de los proyectos de inversión asociados al programa europeo *Next Generation EU* (NGEU). No obstante, la existencia de otros elementos suavizaría la ganancia de impulso de la economía española, como la transmisión aún incompleta del endurecimiento de la política monetaria sobre el coste de la financiación, la retirada de las medidas públicas para hacer frente a la crisis energética y la menor contribución al crecimiento agregado del gasto turístico extranjero, una vez superado su nivel previo a la pandemia. De hecho, la incidencia de algunos de estos elementos ya habría empezado a manifestarse en los últimos

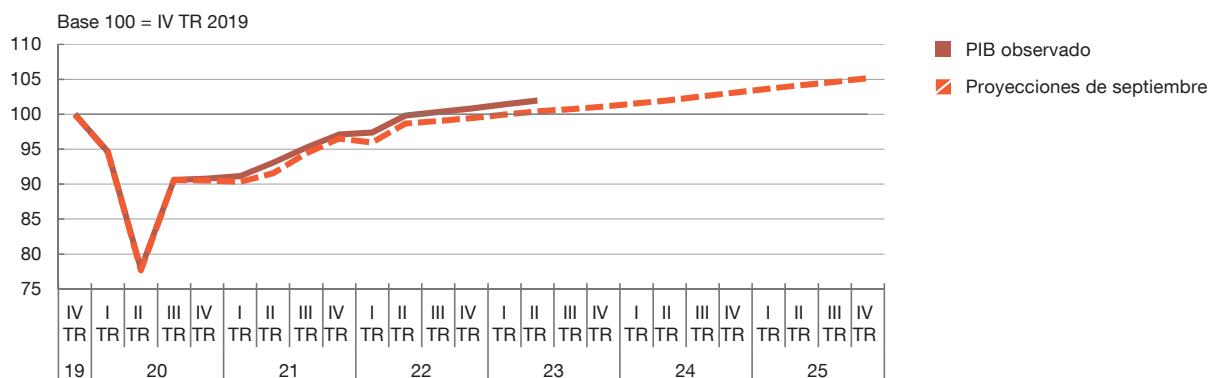
1 Para mayor detalle, se puede consultar «[Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2023-2025\)](#)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Septiembre de 2023». En *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3. Estas proyecciones se publicaron el pasado 19 de septiembre, cuando aún no estaban disponibles las series revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral hasta el segundo trimestre de 2023, publicadas por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 22 de septiembre. En el momento de la elaboración de las proyecciones, el crecimiento intertrimestral del PIB en el primer y segundo trimestre de 2023 se situaba en el 0,5 % y el 0,4 %, respectivamente, incrementos revisados posteriormente al alza en sendos 0,1 pp. El aumento proyectado en aquel momento para el tercer trimestre era del 0,3 %.

2 Tras la revisión de los datos de Contabilidad Nacional, y de manera mecánica sin tener en cuenta ninguna consideración adicional, la tasa media de crecimiento del PIB en 2023 sería dos décimas más alta.

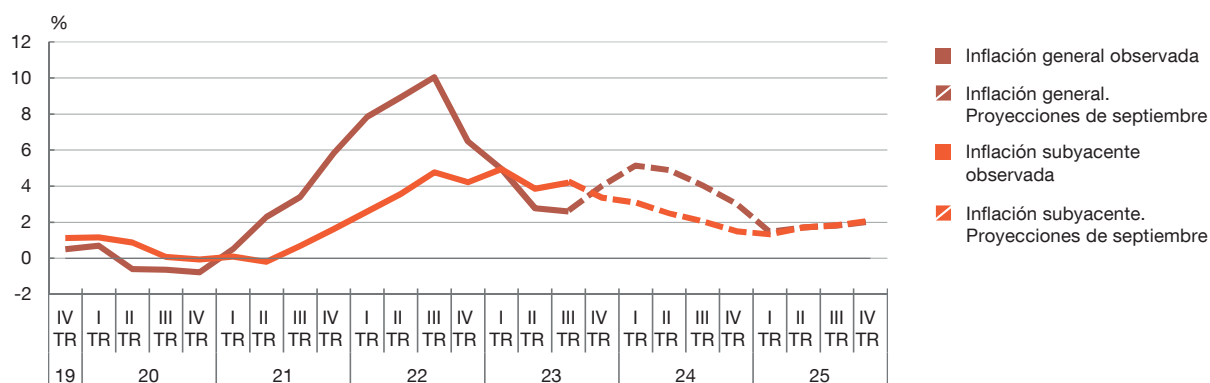
Gráfico 1.3

La economía española se desacelerará en la segunda mitad de 2023, pero retomará cierto dinamismo posteriormente, al tiempo que se contiene la inflación subyacente

1.3.a PIB real de España. Nivel (a)



1.3.b Inflación general y subyacente (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Se representan los datos de PIB e inflación (general y subyacente) observados, respectivamente, hasta el segundo y tercer trimestre de 2023 y, en adelante, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de septiembre de 2023. La última serie disponible del PIB en el momento de la elaboración de estas proyecciones fue la publicada por el INE el pasado 28 de julio, con la estimación avance del segundo trimestre de 2023. En aquel momento tampoco se disponía del valor definitivo de inflación correspondiente al tercer trimestre de este año. Posteriormente, el 22 de septiembre, el INE publicó revisiones en el perfil trimestral del PIB desde principios de 2020 hasta el segundo trimestre de 2023 y más adelante publicó los datos finales de inflación relativos al mes de septiembre. La inflación subyacente excluye los componentes de la energía y los alimentos.

trimestres, de modo que las perspectivas de crecimiento del PIB para 2024 —del 1,8 % de acuerdo con el último ejercicio de previsión— son 0,5 pp más bajas que las disponibles en el anterior IEF.

La incertidumbre que rodea las perspectivas de la economía española en el escenario central es aún muy elevada, con riesgos a la baja para la actividad y equilibrados para la inflación. Las principales fuentes de riesgo proceden de un eventual peor desempeño de la actividad económica mundial (por ejemplo, por una ralentización más acentuada de la economía china) y de efectos del endurecimiento acumulado de la política monetaria potencialmente más negativos que los contemplados en el escenario central, lo que a su vez conduciría a niveles de inflación más reducidos.

Asimismo, persiste el riesgo de un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, que se extienden en varias áreas del planeta, cuya materialización provocaría un escenario de mayor inflación y de empeoramiento de las perspectivas económicas.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Mercado interbancario

Desde la fecha de cierre del último IEF, los tipos de interés en los mercados monetarios de las economías avanzadas han continuado aumentando como resultado del endurecimiento de las políticas monetarias. El Consejo de Gobierno del BCE y el Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal han instrumentado desde abril sendas subidas de 100 pb (cuatro alzas de 25 pb) y 50 pb (dos subidas de 25 pb), respectivamente. De esta forma, los tipos de interés oficiales más relevantes³ se han situado a finales de octubre en el 4 % en el área del euro y en el rango del 5,25 %-5,5 % en Estados Unidos, niveles restrictivos que podrían encontrarse cerca del valor terminal de este ciclo de endurecimiento de la política monetaria. En ese nivel se podrían mantener por un tiempo prolongado de acuerdo con la comunicación de las autoridades monetarias y las expectativas actuales de los analistas y los mercados financieros. En línea con esta evolución, el euríbor a 12 meses se ha situado, en la fecha de cierre de este Informe, en el 4,1 %⁴, esto es, unos 57 pb por encima de los niveles de principios de abril de 2023 (véase gráfico 1.4.a).

Deuda soberana y corporativa

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia también se han elevado. El incremento de los tipos de interés negociados en los mercados de renta fija a largo plazo ha sido especialmente intenso desde principios de septiembre y habría estado condicionado, además de por los cambios en las expectativas de inflación y sus efectos sobre el curso futuro de las políticas monetarias, por el incremento de la prima a plazo ante la mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés. Este aumento habría estado liderado por el mercado de deuda de Estados Unidos, dado su importante papel en la determinación de los precios de estos activos a nivel global. En la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años se situaban en el 2,9 % en Alemania, en el 4,9 % en Estados Unidos y en el 4,6 % en el Reino Unido, tras un

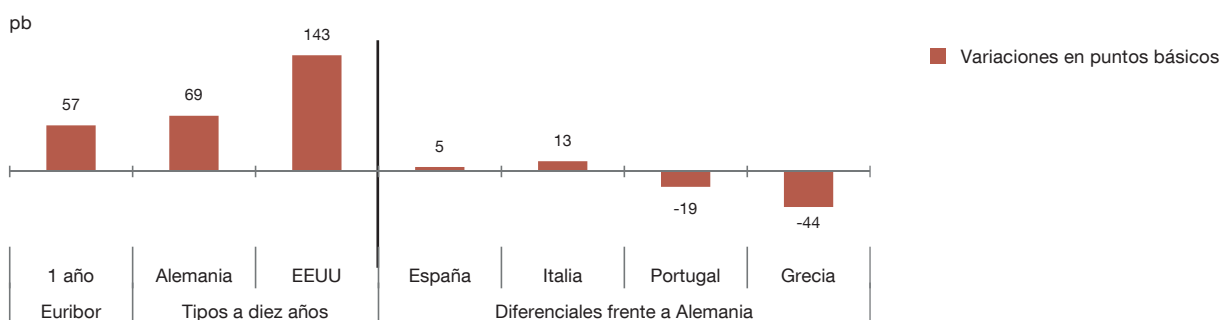
3 Tipo de la facilidad de depósito en el caso del BCE y tipo de interés de los fondos federales en el de la Reserva Federal de Estados Unidos.

4 A 23 de octubre.

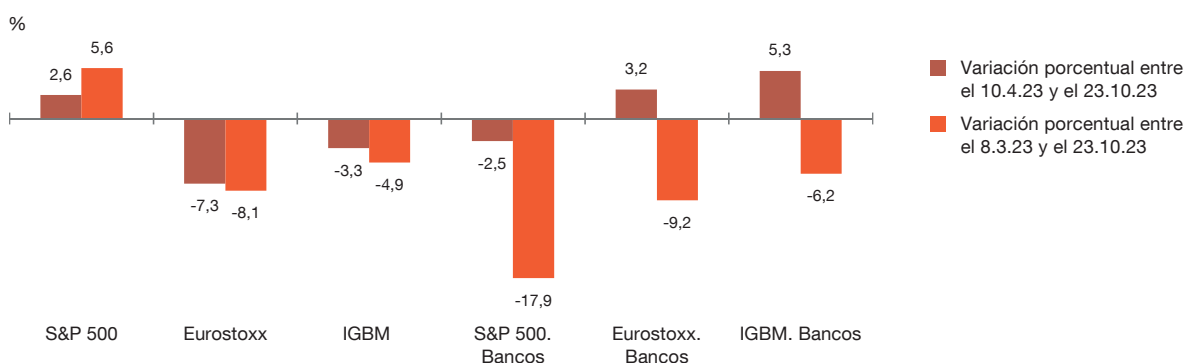
Gráfico 1.4

Las condiciones financieras recogen tipos de interés más elevados

1.4.a Euríbor y deuda pública soberana a 10 años. Variación en puntos básicos entre el 10.4.23 y el 23.10.23 (a)



1.4.b Índices bursátiles y sectoriales bancarios (b)



FUENTE: Refinitiv Datastream.

a La fecha 10.4.23 corresponde con el día de cierre del pasado IEF.

b La fecha 8.3.23 corresponde con el día previo al inicio del episodio de turbulencias del sector bancario.

acenso de 69, 143 y 117 pb desde la fecha de cierre del último IEF, respectivamente. En cuanto a la liquidez en los mercados secundarios, tras deteriorarse en algunas jurisdicciones (como la italiana) desde finales de septiembre, se sitúa en general en niveles similares a los de principios de abril de 2023 para el conjunto de emisores soberanos europeos.

Por su parte, las primas de riesgo soberanas y corporativas se han mantenido contenidas en relación con los niveles de principios de abril. Desde principios de septiembre, el aumento de los tipos a largo libres de riesgo, al impactar negativamente en la sostenibilidad de la deuda, habría contribuido a un cierto incremento de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo frente a la referencia alemana en los países de la UEM con un elevado endeudamiento público. No obstante, desde la fecha de cierre del último IEF, se ha reducido el diferencial soberano portugués hasta los 69 pb, ampliando su distancia con respecto al español. También ha retrocedido, y con mayor intensidad, la prima de riesgo griega, que ya se encuentra por debajo de la italiana. Su descenso estuvo condicionado,

en parte, por la mejora de su calificación crediticia, que ha alcanzado el grado de inversión de acuerdo con las agencias DBRS y Standard & Poor's⁵. Por su parte, los diferenciales corporativos respecto de la curva *swap* también han repuntado desde septiembre ante el aumento de los tipos de interés a largo plazo, más intensamente en el caso de los del segmento de alto rendimiento. Los niveles alcanzados son ligeramente superiores a los de principios de abril en Europa y algo inferiores en Estados Unidos —en sintonía con el mejor desempeño relativo de la economía norteamericana frente a la de la eurozona—. En cuanto a las emisiones de valores de renta fija de las sociedades no financieras, en la parte transcurrida del año los volúmenes de los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento se han situado en niveles algo superiores a los del mismo período de 2022, tanto en Estados Unidos como en la UEM.

Renta variable y tipo de cambio

Desde la fecha de cierre del último IEF, los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas han mostrado una elevada heterogeneidad geográfica y sectorial. Los índices de las bolsas europeas registraron, en general, descensos, mientras que las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos se vieron apoyadas por una evolución positiva de los resultados empresariales. En cambio, el intenso aumento de los tipos de interés a largo plazo, especialmente desde septiembre, habría incidido negativamente en la valoración de los activos de renta variable, en particular, en algunos sectores de mayor crecimiento, en la medida en que se eleva la tasa a la que se descuentan los dividendos futuros. Por el contrario, el avance de los tipos de interés estaría impulsando los resultados de los bancos y, como consecuencia, sus cotizaciones bursátiles, aunque la importancia de este factor varía dependiendo de los modelos de negocio bancarios predominantes (véase gráfico 1.4.b). En Estados Unidos se mantiene, en todo caso, la incertidumbre sobre la situación de los bancos regionales, con rebajas en las calificaciones crediticias de algunos de ellos durante el mes de agosto por parte de Moody's y Standard & Poor's, lo que afectó negativamente a las cotizaciones bursátiles del sector. Estas se sitúan aún muy por debajo del nivel previo a las turbulencias de marzo, mientras que las del sector bancario europeo, aún con una recuperación incompleta, estarían más cercanas a ese nivel.

En el mercado de divisas, el dólar estadounidense ha experimentado una sensible apreciación con respecto a las principales divisas desde mediados

5 Tanto la agencia DBRS (8 de septiembre) como Standard & Poor's (20 de octubre) establecieron la calificación de grado de inversión para la deuda soberana griega. Moody's la aumentó dos niveles el 15 de septiembre, quedando un nivel por debajo de la de grado de inversión, y Fitch revisará la calificación crediticia de Grecia a finales de año, y algunos analistas apuntan a la posibilidad de que la sitúe en el grado de inversión.

de julio de 2023. Esta evolución podría estar reflejando la ampliación del diferencial positivo de los tipos de interés en Estados Unidos frente a los de las otras áreas, así como la mejora relativa de las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos en comparación con las de otras economías avanzadas como la UEM.

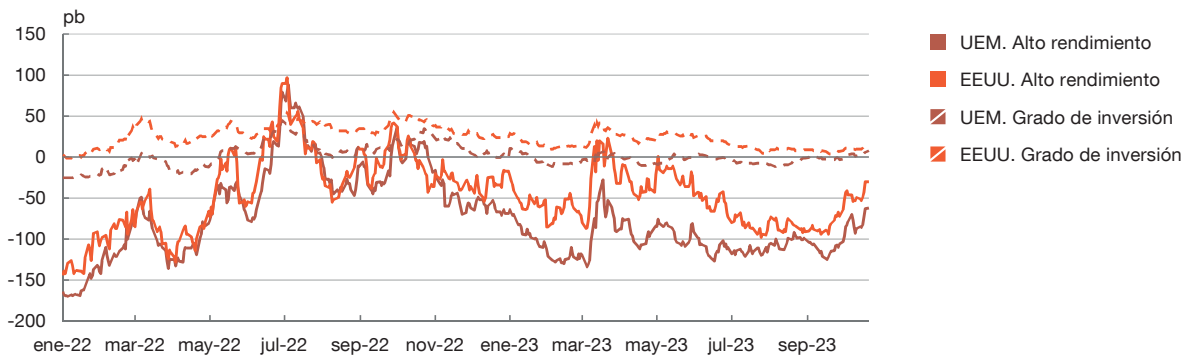
Riesgos para la estabilidad financiera

La materialización de determinados riesgos de naturaleza macroeconómica podría desencadenar correcciones en los precios de los activos financieros, especialmente en aquellos de mayor riesgo. En primer lugar, sorpresas al alza sobre la inflación podrían llevar a que el mercado revisara al alza sus expectativas sobre el curso futuro de los tipos de interés oficiales y traducirse en un repunte aún mayor de

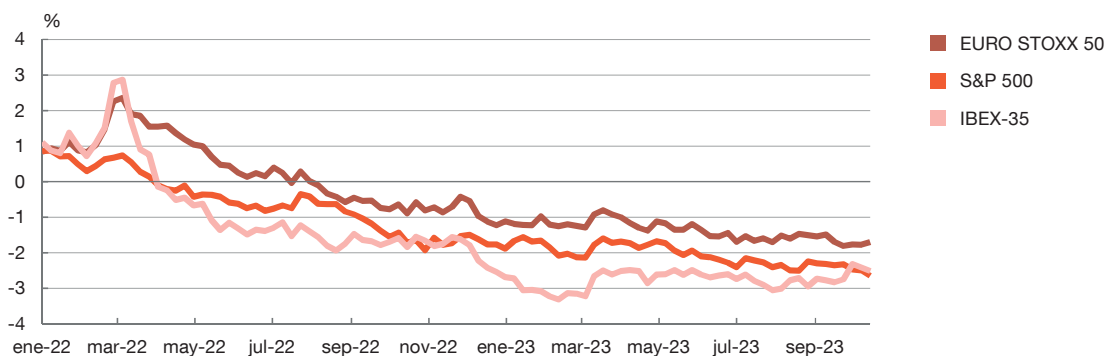
Gráfico 1.5

Las primas de riesgo de bonos corporativos y bursátiles se sitúan en niveles reducidos desde una perspectiva histórica

1.5.a Diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva *swap*. Desviaciones con respecto a una media histórica (a)



1.5.b Prima de riesgo bursátil. Desviaciones con respecto a una media histórica (b)



FUENTE: Refinitiv Datastream.

- a Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial. Las desviaciones están calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2023. La media es 454 pb para los bonos de alto rendimiento de la UEM, 446 pb para los bonos de alto rendimiento de EEUU, 78 pb para los bonos de grado de inversión de la UEM y 131 pb para los bonos de grado de inversión de EEUU.
- b La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de Fuller, R. J. y C.C. Hsia (1984), «A simplified common stock valuation model», Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023. La media es 6,62 % para el Euro Stoxx 50, 5,00 % para el S&P 500 y 7,89 % para el Ibox 35.

las rentabilidades a largo plazo y en una caída en la valoración de los activos con riesgo, como los bonos corporativos y las acciones. En segundo lugar, una evolución económica peor de lo previsto podría también deprimir el valor de los activos a través tanto de su efecto adverso sobre los beneficios esperados de las empresas como de su impacto sobre las primas de riesgo. Además, las relativamente reducidas primas de riesgo bursátiles y corporativas (especialmente en el segmento de peor calidad crediticia), que se sitúan por debajo de su media histórica, aumentan la probabilidad de que se desencadenen estos movimientos y que sean más pronunciados ante la materialización de perturbaciones adversas (véase gráfico 1.5).

Si estos movimientos llegaran a ser desordenados, podrían generarse dinámicas con implicaciones potencialmente negativas sobre la estabilidad financiera. Así, las variaciones en los precios de los activos podrían amplificarse si se produjeran ventas aceleradas por parte de algunos inversores, como, por ejemplo, aquellos fondos de inversión abiertos concretos que cuenten con un peso reducido de activos líquidos para hacer frente a potenciales salidas de partícipes. También podrían aumentar las necesidades de coberturas en las operaciones con derivados, lo cual elevaría el tipo de interés del activo sin riesgo.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

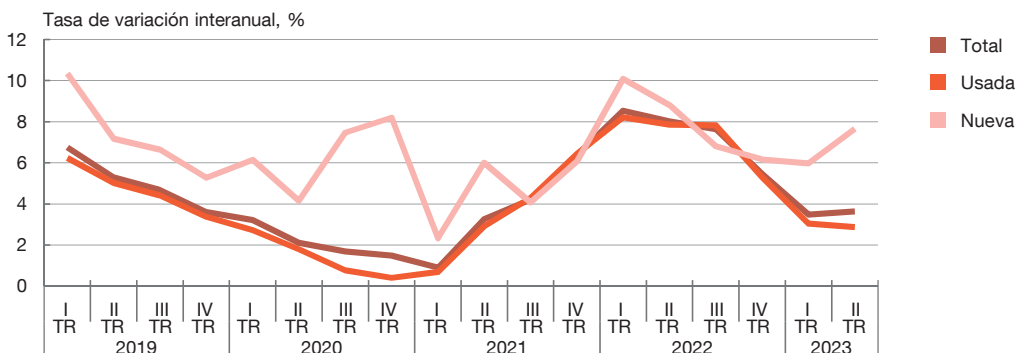
Los precios de la vivienda mantienen una desaceleración notable con respecto a las dinámicas observadas en 2022, si bien se ha producido un cierto repunte de su crecimiento en el segundo trimestre de este año. Según el INE, el precio de la vivienda se aceleró en el segundo trimestre, hasta registrar un avance interanual del 3,6 %, 0,1 pp superior al observado tres meses antes (véase gráfico 1.6), pero 4,4 pp inferior al observado en el mismo trimestre del año anterior. Este encarecimiento se explica fundamentalmente por el comportamiento alcista del precio de la vivienda nueva, lo que podría reflejar, entre otros factores, la escasez de oferta de vivienda y la traslación de los fuertes aumentos pasados en los costes de los materiales de construcción. El precio de la vivienda nueva mostró en el segundo trimestre un crecimiento interanual del 7,7 %, solo 1,1 pp inferior al de un año antes. En cambio, el precio de la vivienda usada se desaceleró y su tasa interanual se situó en el 2,9 %, casi 0,2 pp por debajo de la del trimestre anterior y 5 pp inferior a la registrada en el segundo trimestre de 2022.

Las operaciones de compraventa de vivienda han descendido desde los elevados niveles registrados el año anterior. Las transacciones efectuadas ante notario registraron una disminución interanual cercana al 15 % en el segundo trimestre, contracción que prácticamente se habría mantenido con la información incompleta del tercer trimestre referida al mes de agosto. No obstante, estas caídas interanuales están afectadas por el elevado volumen de operaciones del año pasado (véase gráfico 1.7.a). Así, el número promedio de operaciones acumuladas en el

Gráfico 1.6

Aunque a menor ritmo, el precio de la vivienda ha continuado aumentando, impulsado por el segmento de vivienda nueva

1.6.a Precio de la vivienda



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

transcurso de 2023 es algo más del 13 % superior al contabilizado en el período análogo de 2019⁶. Es de esperar que tanto la moderación en el ritmo de avance de la actividad económica como el aumento de los costes de financiación continúen lastrando el dinamismo de las compraventas de vivienda en los próximos trimestres.

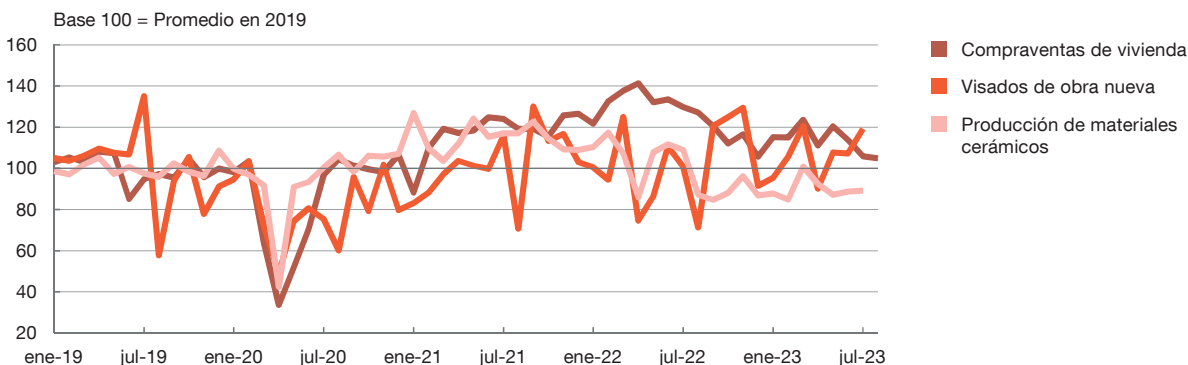
El nuevo crédito hipotecario también ha descendido de forma marcada en el primer semestre de 2023, pero igualmente permanece en niveles superiores a los previos a la pandemia. El volumen de nuevas hipotecas se contrajo un 21,8 % y un 26,3 % interanual en el primer y en el segundo trimestre de 2023 —frente a una caída del 5,5 % en el cuarto trimestre de 2022—. De nuevo, la magnitud de la caída interanual viene en parte explicada por el elevado volumen registrado en el ejercicio anterior. El nivel de concesión de nuevas hipotecas continuó por encima de los valores medios del período previo al inicio de la pandemia (véase gráfico 1.7.b). La caída más intensa del volumen de nuevas operaciones de crédito en comparación con la de las transacciones de vivienda refleja no solo el menor uso de crédito como recurso para financiar la adquisición de vivienda, sino también el descenso del importe medio de las hipotecas en relación con el valor de la vivienda.

La contracción del volumen del crédito nuevo y el elevado ritmo de las amortizaciones han intensificado la senda descendente del saldo vivo de las hipotecas. En concreto, en el segundo trimestre de 2023, el saldo de hipotecas se situó un 2,6 % por debajo del mismo período de 2022, como se ilustra en el gráfico 1.7.b. Esta reducción respondió no solo al menor dinamismo del crédito nuevo, sino también al elevado volumen de amortizaciones de hipotecas, impulsado por los

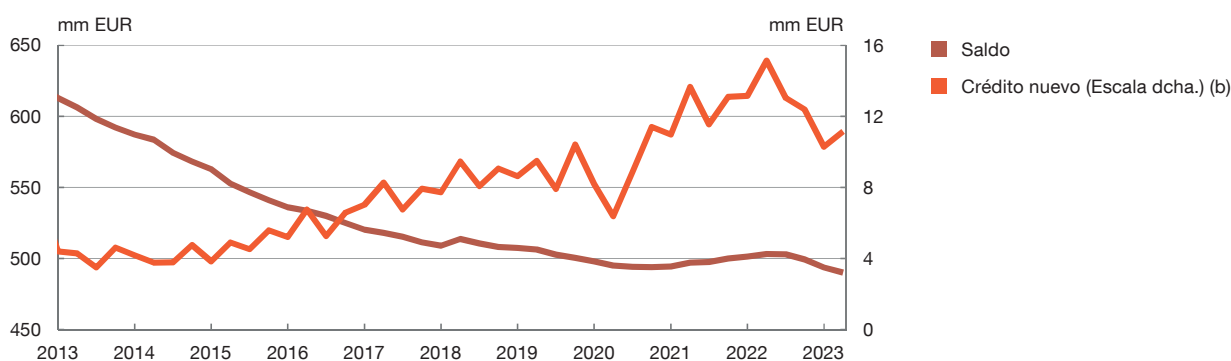
6 Para más información sobre los factores que hay detrás de las tendencias recientes de la demanda y de la oferta de vivienda, consúltese Lucio San Juan. (2023). «El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 09.

La actividad en el mercado inmobiliario residencial y el crédito hipotecario se moderan

1.7.a Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial (a)



1.7.b Volumen de financiación hipotecaria para la compra de vivienda



FUENTES: Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana y Banco de España.

- a Series desestacionalizadas. El último dato observado es agosto para las compraventas y julio para la fabricación de productos cerámicos y los visados.
b Volumen de crédito concedido cada trimestre.

incentivos generados por el aumento de los tipos de interés de los préstamos a tipo variable y de remuneración contenida de los depósitos en un contexto en que de forma transitoria se ha eliminado las comisiones a este tipo de operativas⁷. Se estima que el volumen total amortizado en la primera mitad de 2023 suponía el 6 % del saldo de hipotecas vivas, frente al 5 % del mismo período del año anterior.

El saldo de crédito al sector de la promoción y la construcción también continuó disminuyendo. Su retroceso interanual fue del 4 % en el segundo trimestre, frente a un descenso del 3,6 % en el primer trimestre y del 7,7 % a finales de 2022. Como se ha venido señalando en IEF anteriores, esta cartera mantiene una

⁷ El Real Decreto-ley 19/2022, de 22 de noviembre, dispone la suspensión del cobro de comisiones por amortización anticipada en los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable durante el año 2023.

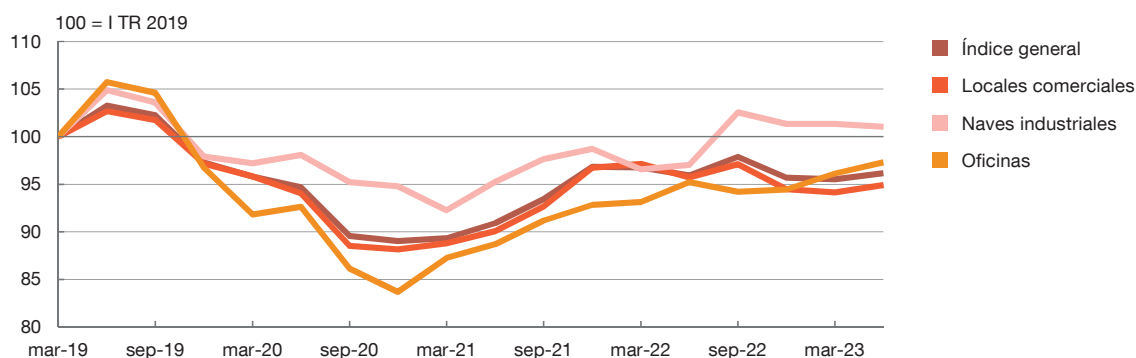
tendencia descendente desde la crisis financiera global, lo que limita la exposición del sector bancario a perturbaciones en este mercado.

Por su parte, los visados de obra nueva han repuntado en el transcurso del año y la producción de insumos en el sector de la construcción ha tendido a estabilizarse en los últimos meses. Estos desarrollos se habrían visto favorecidos por las menores dificultades en el suministro de materiales, lo que ha venido acompañado por la interrupción de la tendencia al alza de sus costes. En todo caso, el mantenimiento de estos costes en niveles elevados, la escasez de mano de obra en este sector y el encarecimiento de la financiación continuarán lastrando la iniciación de viviendas, que permanece en cifras históricamente reducidas.

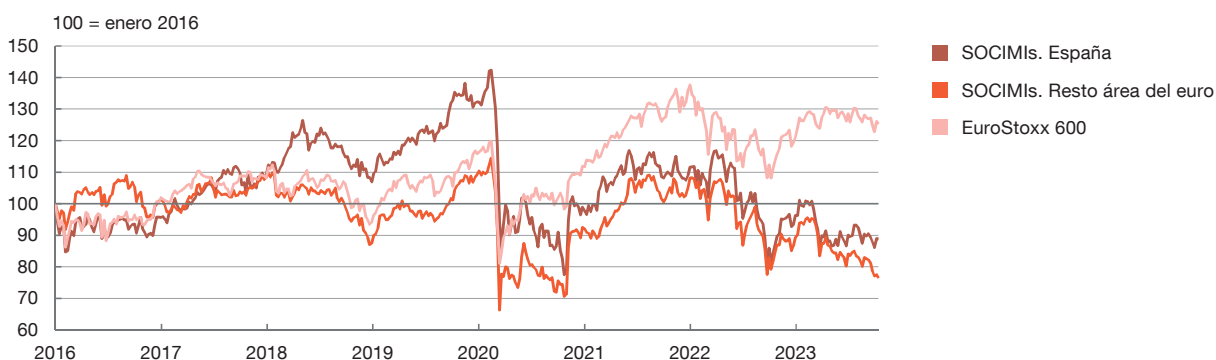
Gráfico 1.8

El precio de los inmuebles comerciales ha repuntado ligeramente en el primer semestre del año, pero se mantiene la corrección de la valoración bursátil del sector

1.8.a Índices de precios del sector inmobiliario comercial (a)



1.8.b Cotización de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMs) (b)



FUENTES: Datastream (Refinitiv) y Banco de España.

- a A partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas prime - situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia- representaron en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial.
- b Índices de SOCIMs a partir de una selección de compañías de este tipo que cotizan con cierta frecuencia en los mercados, y con histórico de cotización desde 2016. La mayor parte de las SOCIMs del grupo «SOCIMs resto área del euro» están radicadas en Francia. Las SOCIMs españolas recogidas en la serie «SOCIMs España» representan en torno al 10 % del valor bursátil de las SOCIMs cotizadas de la zona del euro.

Los precios de los inmuebles comerciales han repuntado ligeramente durante el primer semestre de 2023, con heterogeneidad por segmentos. El índice general de precios de los inmuebles comerciales ha subido ligeramente en el primer semestre (0,5 % desde el cuarto trimestre de 2022), tras la caída observada a final del año pasado. Por segmentos, los precios han repuntado en los locales comerciales y, sobre todo, en las oficinas, y se ha reducido modestamente en el caso de las naves industriales en este período (véase gráfico 1.8.a)⁸. Por su parte, la valoración bursátil de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) españolas se ha estabilizado durante los últimos meses, pero permanece muy por debajo de los niveles de principios de 2022, en línea con lo ocurrido con las empresas europeas de este tipo (véase gráfico 1.8.b).

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

Las empresas no financieras

Las empresas no financieras afrontan un aumento de los gastos financieros a medida que las subidas de los tipos de interés se trasladan a los costes de la deuda. El tipo de interés medio de los préstamos bancarios vivos a las empresas no financieras se situó en el 4 % en agosto de 2023, 235 pb por encima del dato registrado a finales de 2021⁹. En la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT)¹⁰, el coste medio de la deuda se situó en el 2,9 % en el segundo trimestre. Los mayores gastos financieros están drenando los resultados empresariales de forma creciente, como se ilustra en el gráfico 1.9.a, a pesar de que las empresas están reduciendo su deuda. La ratio de endeudamiento de las empresas de la CBT, medida en términos de excedentes, se ha reducido, en mayor medida gracias a la evolución favorable de los beneficios y, en menor medida, por el descenso de la deuda viva. En el segundo trimestre, esta ratio se situaba en un 491 %, nivel similar, e incluso algo inferior, al registrado antes de la pandemia.

Las empresas también están afrontando un incremento de los gastos de personal, como consecuencia de la aceleración de los salarios, y una menor presión de otros costes de producción, que podría no continuar en la segunda mitad de 2023. Así, con datos de la CBT, las remuneraciones medias crecieron un 6,5 % en el primer semestre de 2023, casi 4 pp más que un año antes (2,7 %). En este mismo período, el empleo aumentó, pero lo hizo a un ritmo algo inferior que

⁸ Las oficinas y las naves industriales tienen un peso mucho más reducido que los locales comerciales en el índice general.

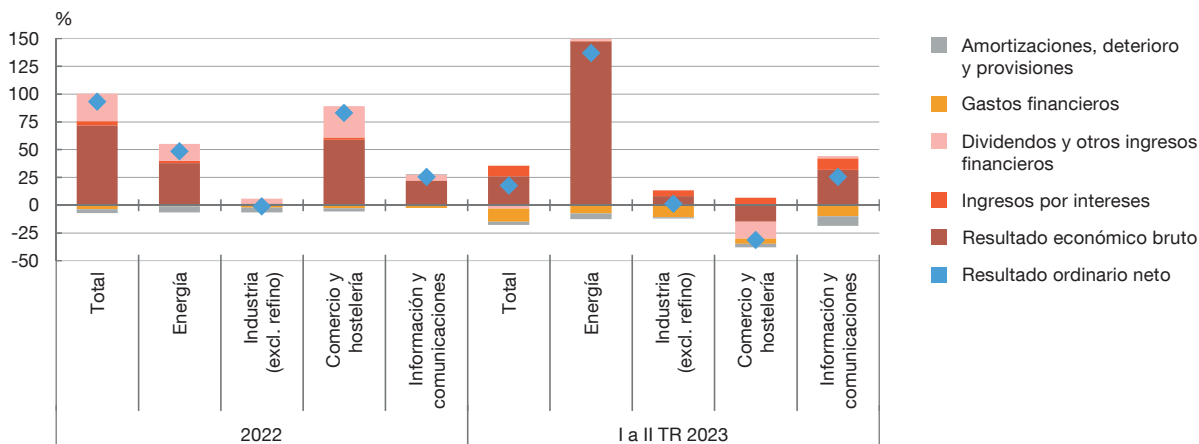
⁹ Esta información proviene de los estados reservados individuales que las entidades remiten al Banco de España.

¹⁰ La CBT comprende una muestra cercana a las mil empresas, la mayoría de las cuales son de gran tamaño.

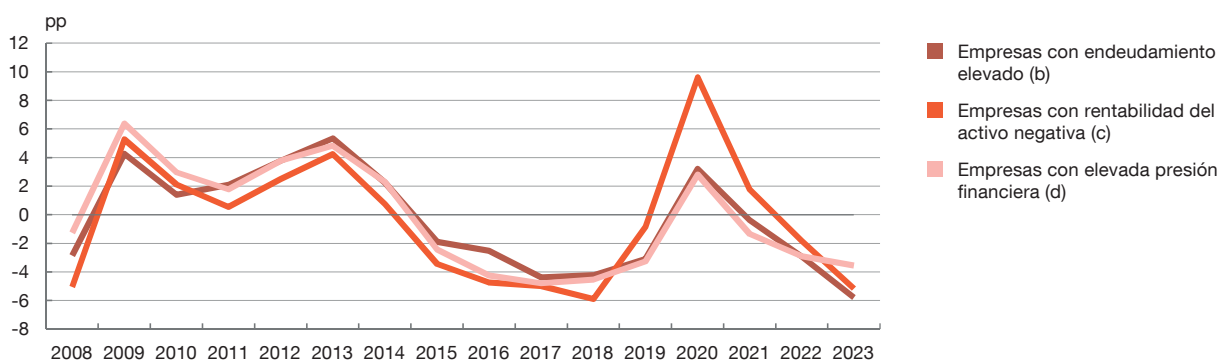
Gráfico 1.9

Se elevan los costes financieros de las empresas, pero los índices de vulnerabilidad de la CBT no han aumentado hasta II TR 2023

1.9.a Resultado ordinario neto (a). Crecimiento interanual y contribución por componentes. CBT



1.9.b Empresas vulnerables. Porcentaje, en desviación con respecto a la media 2008-2023. Primer semestre para todos los años. CBT



FUENTE: Banco de España.

- a El resultado ordinario neto (RON) se define como el resultado económico bruto (REB) más los ingresos financieros netos menos las amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación.
- b Se definen como empresas con endeudamiento elevado aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.
- c Se definen como empresas con rentabilidad del activo negativa aquellas en las que la ratio Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste es menor que cero.
- d Se define como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.

en 2022. En cambio, se moderaron los otros costes de producción (materias primas, energía...), de modo que el peso de los consumos intermedios en relación con el valor de la producción se habría reducido en la primera mitad de 2023 y se habría situado en niveles similares a los de dos años antes. No obstante, de acuerdo con la información cualitativa más reciente procedente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)¹¹, los costes de producción habrían

11 Alejandro Fernández Cerezo y Mario Izquierdo. (2023). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2023». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 15.

detenido su tendencia descendente, volviendo a aumentar en el tercer trimestre, en línea con el repunte de los precios energéticos. Además, las empresas han manifestado que los problemas de disponibilidad de mano de obra han seguido presionando al alza los costes salariales.

Los resultados empresariales habrían seguido elevándose en el primer semestre de 2023, apoyados por el aumento de la actividad, aunque a un ritmo más moderado que en el año anterior, y de forma desigual por sector y tamaño de empresa. Así, según la CBT, el resultado ordinario neto (RON) se elevó en el primer semestre de 2023 un 17,7 %, frente al 101,8 % de un año antes. El aumento de los excedentes es generalizado por sectores, salvo en las ramas de industria y en comercio y hostelería, que experimentaron retrocesos por el comportamiento negativo del subsector del refino de petróleo y de algunas grandes compañías de comercio al por mayor de combustibles. Por su parte, la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro señala que, entre octubre de 2022 y marzo de 2023, la proporción de pymes españolas que declararon un descenso de sus beneficios superó en 20 pp a la de las que manifestaron un aumento de estos. Esta brecha, no obstante, se ha reducido con respecto a la registrada seis meses antes.

La información más granular muestra que la proporción de empresas de la CBT financieramente vulnerables habría seguido descendiendo¹². En el primer semestre del año se observa una disminución del porcentaje de empresas de la CBT con rentabilidad del activo negativa, así como de las compañías altamente endeudadas¹³. Asimismo, el porcentaje de empresas bajo presión financiera elevada, aquellas cuyos resultados no cubren los gastos financieros¹⁴, también ha disminuido en las empresas de la CBT, a pesar del repunte de los tipos de interés. Estos tres indicadores de vulnerabilidad a partir de la CBT, que son más representativos de las empresas de gran tamaño, se situaron en niveles históricamente reducidos, entre 3 pp y 5 pp por debajo de la media del período 2008-2022, dependiendo de cada caso (véase gráfico 1.9.b). El detalle por sectores evidencia descensos del porcentaje de empresas vulnerables en todas las ramas, excepto en la de comercio y hostelería, que sería la única en la que se habrían registrado ligeros aumentos.

En todo caso, sería posible un cierto repunte de los niveles de vulnerabilidad en la segunda mitad del año. La información más reciente de algunos indicadores adelantados apunta hacia una moderación de la actividad económica a partir del tercer trimestre, lo que afectaría negativamente a los excedentes empresariales. Así, la EBAE evidencia que en el tercer trimestre habría aumentado el porcentaje de empresas que

12 Estos resultados se basan en la muestra de la CBT, que, como se ha comentado, se compone de algo menos de mil empresas, en las que predominan las compañías de gran dimensión.

13 Aquellas con ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) superior a 10 o aquellas que tienen deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

14 Esto es, la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor de uno.

registraron un deterioro de su situación económica y financiera¹⁵, hasta situarse en un 17 %, 5 pp más que en el trimestre previo. Por tamaños, es en los segmentos de compañías de menor dimensión donde se alcanzaron los porcentajes más elevados, mientras que, por sectores, destacan las ramas de agricultura, comercio y transporte, por ser en las que se concentró una mayor proporción de empresas en esta situación. De forma relacionada, las simulaciones del Banco de España¹⁶ señalan que la proporción del total de la deuda corporativa en manos de empresas con presión financiera elevada se vería impulsada al alza entre 6,5 pp y 10,3 pp en relación con su nivel de 2021 para una subida de 450 pb del euríbor a tres meses (en línea con la observada hasta ahora). En función de la evolución de las rentas y otros componentes del coste empresarial, esta presión podría verse minorada o amplificada.

Los hogares

La evolución favorable del mercado laboral y de la actividad económica, unida a la moderación de la inflación, se ha traducido en una notable recuperación de las rentas de los hogares en la primera mitad del año. Así, de acuerdo con las cuentas sectoriales de la Contabilidad Nacional, la renta bruta disponible de las familias se incrementó cerca de un 8 % interanual en el segundo trimestre de 2023, en términos nominales y acumulados de cuatro trimestres. Ello supuso un aumento del 1,7 % en términos reales, lo que implica que el poder adquisitivo de los hogares estaría ligeramente por encima de los niveles previos a la pandemia en términos agregados.

Pero la senda de mejora de la situación económica que los hogares percibían hasta julio se habría truncado, de acuerdo con los datos cualitativos más recientes. Los indicadores sobre la situación financiera futura de los hogares de la encuesta mensual de confianza del consumidor de la Comisión Europea señalan una corrección. En concreto, en agosto y septiembre los hogares se mostraron más pesimistas sobre la situación financiera futura, especialmente en los cuartiles inferiores de la renta, revirtiendo parcialmente la senda de mejora anterior (véase gráfico 1.10.a).

La mejora de la capacidad adquisitiva de las familias y un crecimiento del consumo más moderado han permitido un repunte de la tasa ahorro en el primer semestre del año. Este incremento del ahorro habría sido generalizado por estratos de renta, aunque más intenso en los quintiles de mayores ingresos, de acuerdo con la encuesta sobre expectativas del consumidor del BCE. Asimismo, esta misma fuente apunta que el porcentaje de hogares que planean ahorrar en los

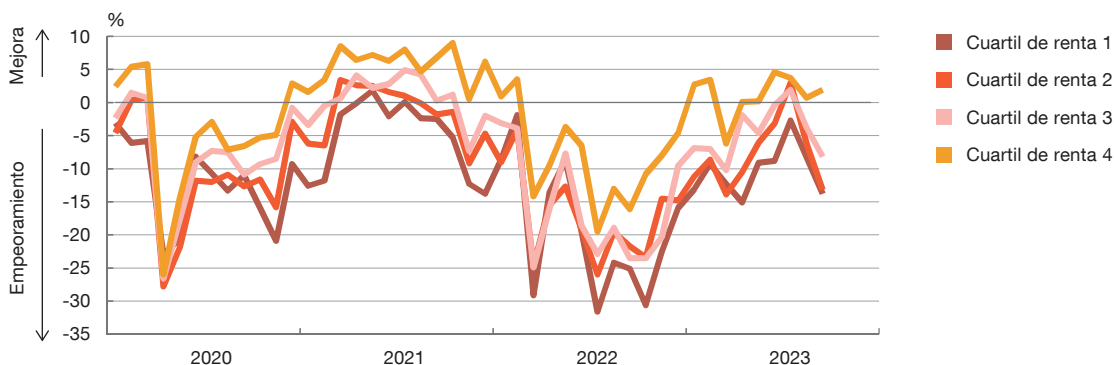
15 Se considera que una empresa habría experimentado un deterioro de su situación económica y financiera si declaró en esta encuesta un descenso de sus ventas y de sus beneficios y un mantenimiento o aumento de su endeudamiento.

16 Banco de España (2023). «Capítulo 1. Riesgos del entorno macrofinanciero». En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.

Gráfico 1.10

La senda de mejora de la situación financiera que los hogares percibían hasta julio se ha truncado con los datos más recientes

1.10.a Expectativas sobre la situación económica de los hogares en los próximos doce meses (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a Encuesta sobre la confianza del consumidor (Comisión Europea). Indicador = porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica mejorara mucho $\times 1$ + porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica mejorara un poco $\times 1/2$ - porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica empeorara un poco $\times 1/2$ - porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica empeorara mucho $\times 1$.

próximos 12 meses muestra un incremento desde mediados del año pasado, situándose en julio de 2023 cercano al 50 %.

No obstante, el aumento de los tipos de interés ha elevado la presión financiera de los hogares endeudados con hipotecas. El coste medio del saldo de préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 3,4 % en agosto de 2023, 234 pb por encima del dato registrado a finales de 2021. Esta subida recoge la actualización de los contratos a tipo variable —que en junio representaban alrededor del 68 %¹⁷ del total de las hipotecas vivas—, así como el tipo de interés más alto de las nuevas operaciones realizadas en el último año y medio.

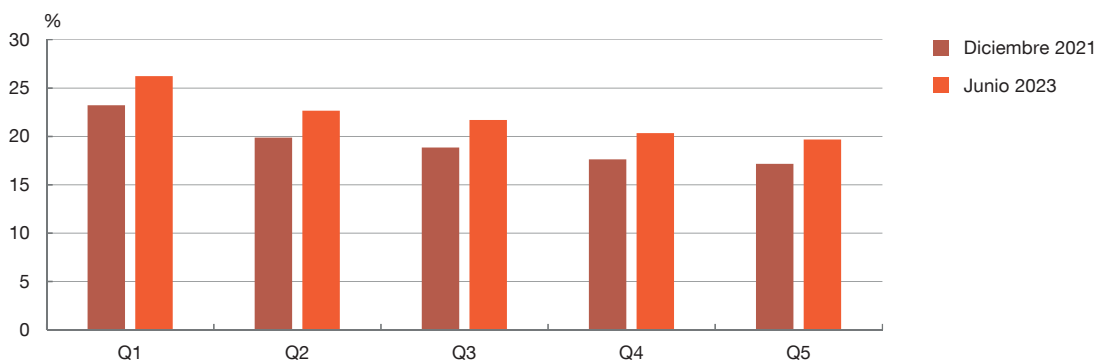
La carga financiera soportada por los hogares con deuda hipotecaria¹⁸ ha aumentado de manera generalizada por tramos de renta, aunque de forma contenida, amortiguada por la mejora de las rentas nominales. Las estimaciones de carga financiera presentadas en el gráfico 1.11.a indican un aumento de la ratio de servicio de deuda sobre renta (LSTI, por sus siglas en inglés)

17 Esta información proviene de los estados reservados individuales que las entidades remiten al Banco de España e incluye todas las hipotecas a tipo variable, aunque el tipo de interés sea fijo durante parte de la vida del préstamo.

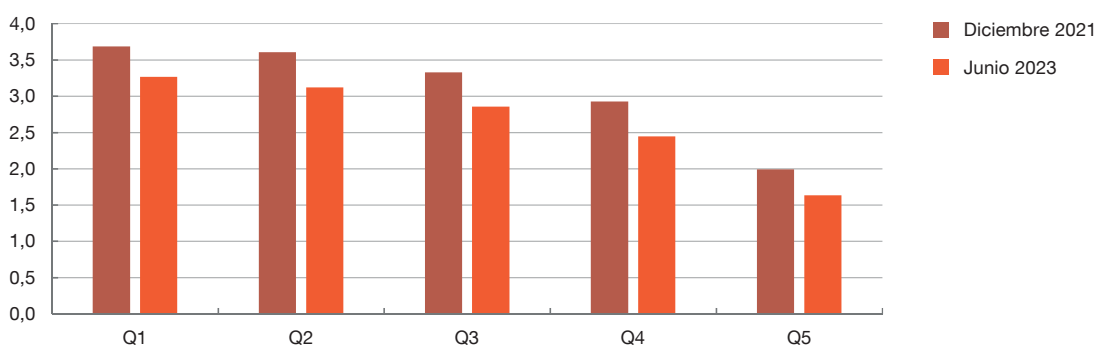
18 En los dos quintiles más bajos de renta, donde la vulnerabilidad del hogar al aumento de la inflación y de los tipos de interés es mayor, el porcentaje de hogares endeudados a tipo variable es menor, en torno al 10 % y al 20 %, respectivamente. Estos porcentajes se elevan al 45 % en los estratos de renta más altos. El peso más reducido de las hipotecas a tipo variable en los estratos de renta más baja refleja fundamentalmente el menor número de hogares endeudados, y no necesariamente un menor predominio de la modalidad de préstamos a tipos variables entre los prestatarios. Véase Banco de España. (2023). «Capítulo 3. El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos». En Banco de España, *Informe Anual 2022*.

Para todos los niveles de renta la carga financiera de las hipotecas aumenta, aunque sigue disminuyendo su morosidad

1.11.a Ratio loan-service to income. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta (a)



1.11.b Ratio de morosidad. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El gráfico recoge la ratio loan service to income (LSTI) de las hipotecas vivas por fecha y quintil de renta. La ratio LSTI es el cociente entre la cuota anual de la hipoteca y la renta del hogar (como aproximación de esta variable, se toma la renta bruta media anual del hogar en el código postal). Los valores representados se corresponden con la media del LSTI en cada quintil, ponderada por el importe vivo del préstamo. No se dispone de la renta de los hogares por código postal para los últimos años, por lo que sus valores actuales se obtienen actualizando las rentas en la última fecha disponible a partir de la evolución de la renta neta media por hogar de la Encuesta de condiciones de vida del INE.
- b La construcción de los quintiles de renta sigue la misma metodología que en el panel superior sobre LSTI. Para cada quintil de renta, la ratio de morosidad se define como el stock vivo de crédito hipotecario en *stage 3* sobre el total de crédito hipotecario en cada fecha para el total de hipotecas a hogares en ese quintil de renta.

de en torno a 2,8 pp entre finales de 2021 y mediados de 2023 para los hogares con hipoteca. Este aumento ha sido ligeramente más elevado para los hogares endeudados de los quintiles inferiores de renta. En todo caso, la ratio de morosidad hipotecaria ha descendido de manera generalizada por tramos de renta (véase gráfico 1.11.b).

La transmisión de la política monetaria a los costes financieros de los hogares es todavía incompleta. El aumento del coste medio de las hipotecas representa cerca de la mitad de la subida del euríbor a 12 meses en ese mismo período, lo que apunta a que la transmisión al coste medio del saldo vivo es todavía incompleta, dado que cerca del 70 % del volumen de las hipotecas vivas es a tipo variable. Se estima que algo menos de un tercio de las hipotecas a tipo variable tendrán una

revisión de 100 pb o más en su tipo de interés entre junio de 2023 y junio de 2024. Adicionalmente, de acuerdo con las simulaciones del Banco de España¹⁹, el porcentaje de hogares con deuda con una carga financiera neta elevada²⁰ se vería presionado al alza en 4,2 pp, hasta el 14,6 %, ante un incremento del euríbor a 12 meses de 500 pb (algo superior al observado hasta ahora). Aquellas familias que se sitúan entre el percentil 20 y el 60 de renta se verían más afectadas por esta perturbación. En función de la evolución de las rentas y de los precios de consumo, esta presión puede verse minorada o amplificada. El recuadro 1.2 recoge el uso en la primera mitad del año del Código de Buenas Prácticas por los acreedores hipotecarios.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

Tras el deterioro del último trimestre de 2022, en la primera mitad del año en curso el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas se habría reducido ligeramente. El saldo deficitario acumulado en los 12 últimos meses se habría situado, en junio de 2023 (último dato disponible), en el 4,4 % del PIB, 0,3 pp menos que en diciembre de 2022.

La revisión al alza de las cifras de PIB desde 2020 ha supuesto una rebaja de la ratio de endeudamiento público. Como consecuencia de esta revisión estadística, en junio de 2023 la ratio de endeudamiento se redujo en 1,9 pp, pasando del 113,1 % al 111,2 % del PIB.

Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas en septiembre y ajustadas mecánicamente al nuevo nivel de PIB de 2022, continúan situando el déficit de las AAPP por encima del 3 % del PIB y la ratio de deuda pública por encima del 100 % en el horizonte de proyecciones hasta 2025 (véase gráfico 1.12.a)²¹. Estas previsiones siguen apuntando a un importante desequilibrio estructural de las finanzas públicas en España.

En ausencia de nuevas medidas, la deuda pública continuará en niveles elevados. Como muestra el gráfico 1.12.b, el descenso en la ratio de deuda, desde el máximo alcanzado en 2020, se debe exclusivamente al fuerte avance del PIB nominal, ya que la deuda en valor absoluto continúa aumentando. Con las previsiones actuales, esta ratio se situaría en 2023 en torno a un 16 % por encima del nivel previo a la pandemia de COVID-19. De cara a los próximos años, la moderación en

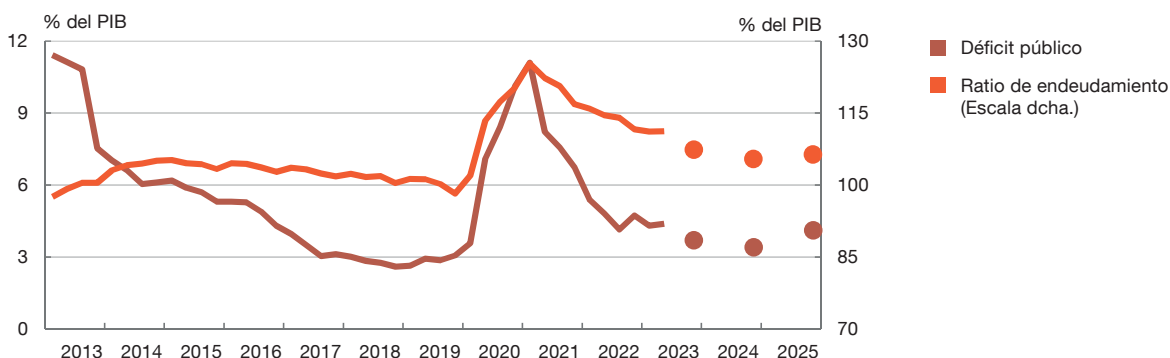
19 Banco de España. (2023). «Capítulo 1. Riesgos del entorno macrofinanciero». En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.

20 La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.

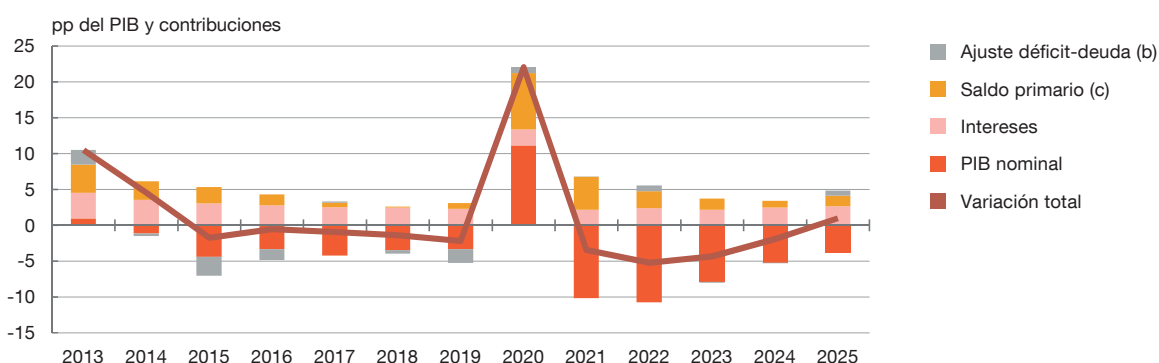
21 Banco de España. (2023). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Septiembre de 2023». En Boletín Económico - Banco de España, 2023/T3.

Las finanzas públicas en España continúan suponiendo un elemento de vulnerabilidad

1.12.a Situación patrimonial de las AAPP (a)



1.12.b Determinantes de la evolución de la ratio de endeudamiento



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

- a Los círculos corresponden a las Proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicadas el 19 de septiembre de 2023, ajustadas, en el caso de la deuda, al nuevo nivel de PIB publicado por el INE el 18 de septiembre.
- b El ajuste déficit-deuda recoge la parte de la variación de la deuda pública, calculada según el Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), que no se debe al saldo primario más intereses. En concreto, este componente incluye las adquisiciones netas de activos —que deben ser financiadas—, los pasivos netos contraídos no incluidos en la deuda PDE (como los créditos comerciales) y los ajustes de valoración y reclasificaciones.
- c El saldo primario excluye los gastos por intereses.

el avance del PIB nominal, la persistencia de un ligero déficit primario y el avance de los pagos por intereses de la deuda contribuirán a agotar esa tendencia a la mejora en el endeudamiento público.

Estos niveles de deuda constituyen una vulnerabilidad de la economía española, aunque existen ciertos elementos de mitigación. Esto es así tanto por la ausencia de margen para responder a posibles perturbaciones negativas futuras como por la elevada sensibilidad ante movimientos en los tipos de interés de mercado que implican. En sentido contrario, los plazos de vencimiento relativamente elevados de la deuda viva y los mecanismos implementados a escala europea para contener las tensiones no justificadas en los mercados de deuda soberana —como el mecanismo antifragementación— constituyen elementos que amortiguan dichos riesgos.

A corto y medio plazo, el endurecimiento de la política monetaria seguirá presionando al alza el gasto en intereses de la deuda, de forma progresiva. Desde la primavera pasada, los tipos de interés de emisión del sector público han continuado creciendo, en línea con lo esperado. Al mismo tiempo, no se han producido tensiones importantes en los mercados de deuda soberana, en los que la prima de riesgo a diez años de la deuda española, con respecto de la alemana, ha permanecido próxima a los 100 pb. En ese contexto, se sigue esperando un incremento progresivo de la carga por intereses de la deuda, que pasaría del 2,2 % del PIB esperado para 2023 a un 2,6 % en 2025, y continuaría subiendo en años posteriores.

En un horizonte más largo, las demandas derivadas del envejecimiento de la población, los retos del cambio climático y la digitalización, así como los mayores gastos en defensa que puede suponer la actual situación geopolítica más inestable, presionarán igualmente sobre las cuentas públicas. En ese contexto, es importante optimizar los recursos disponibles y elevar el crecimiento potencial de nuestra economía, tanto mediante actuaciones públicas con un elevado efecto arrastre sobre la iniciativa privada como mediante reformas estructurales, para lo que es crucial un uso eficiente de los recursos que ofrece el programa NGEU.

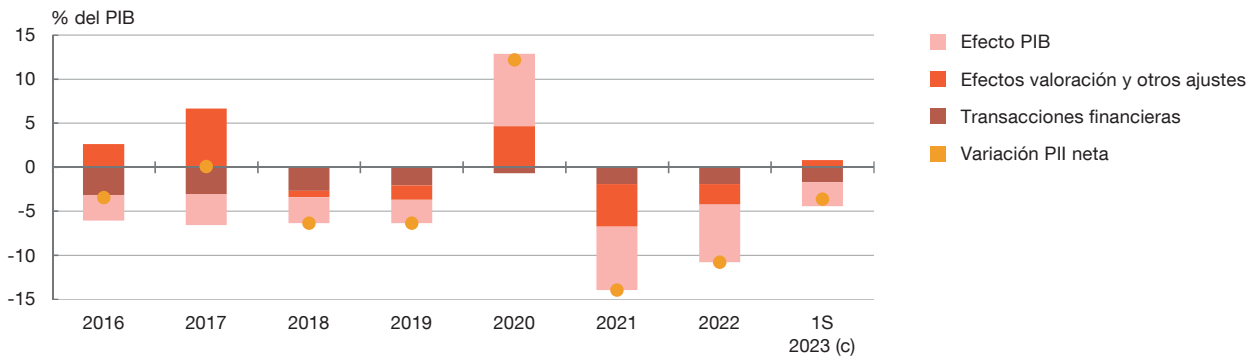
En todo caso, la eliminación de las finanzas públicas como elemento de vulnerabilidad de la economía española pasa por un proceso sostenido de consolidación fiscal, que debe iniciarse lo antes posible. La situación cíclica actual de la economía española y los efectos expansivos derivados del programa NGEU justificarían iniciar dicho proceso y el retorno de las reglas fiscales europeas en 2024, tras su suspensión temporal durante los años 2020-2023, debería constituir el punto de arranque.

1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

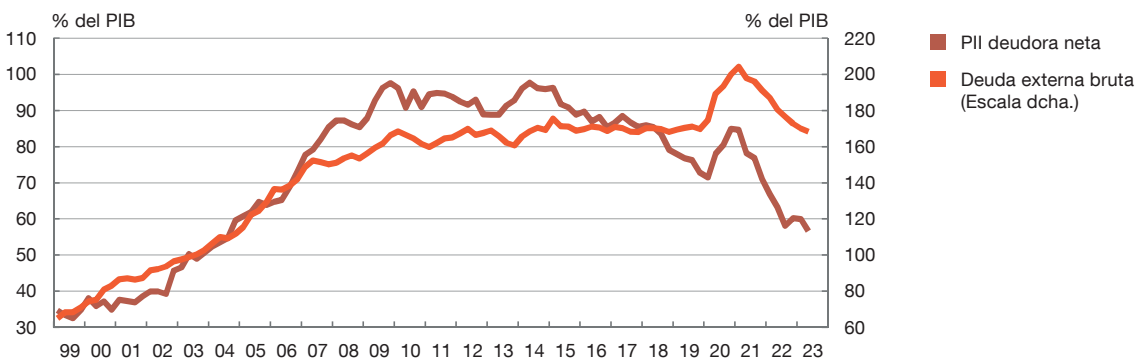
En el primer semestre de 2023, las entradas de capital en España fueron muy elevadas, condicionadas por la sustitución de las operaciones de financiación del Eurosistema a su vencimiento. Las entradas (127,3 mm, el mayor importe en un semestre desde antes de la crisis financiera global) superaron ampliamente las adquisiciones netas de activos exteriores por parte de los residentes (64,9 mm). El principal destino de los flujos internacionales hacia España fueron los depósitos (80,6 mm) y, en especial, los de corto plazo (61,7 mm), seguidos de los títulos de deuda de las AAPP a largo plazo (36,2 mm). Esta fuerte entrada de depósitos está relacionada con la refinanciación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico del BCE que han ido venciendo. Así, aunque los bancos han financiado la gran mayoría de estos vencimientos reduciendo el exceso de

El avance del PIB permite que se sigan corrigiendo los ratios de desequilibrios exteriores

1.13.a Determinantes de la variación de la PII deudora neta (a)



1.13.b Posición de inversión internacional (PII) deudora neta y deuda externa bruta (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos nacionales frente al resto del mundo y el de los activos exteriores en manos de los agentes residentes.
- b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).
- c Calculado sobre el PIB acumulado de cuatro trimestres.

liquidez en el Eurosistema, una parte se ha financiado con operaciones en el mercado —en particular, con repos y emisiones de deuda sénior—.

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España ha continuado con su senda de corrección durante la primera mitad de 2023. La PII disminuyó hasta el 56,6% del PIB en junio, el nivel más bajo desde 2004. Sin embargo, este nivel todavía sobrepasa en unos 20 pp de PIB el umbral del 35% que establece la Comisión Europea en el marco del procedimiento de desequilibrio macroeconómico. El descenso del primer semestre (3,6 pp) se explica en gran medida por el avance del PIB nominal (2,7 pp) (véase gráfico 1.13.a).

Por su parte, la deuda externa bruta de España en porcentaje de PIB continuó reduciéndose en la primera mitad del año, hasta situarse en el 168,3%. De

esta forma, el avance del producto nominal ha permitido que esta ratio se haya reducido en 4,4 puntos respecto al cierre de 2022 (véase gráfico 1.13.b). Por el contrario, en valor absoluto, la deuda exterior continuó creciendo y alcanzó un nuevo máximo histórico (2.373 mm). Aunque existen elementos mitigadores, como la composición de los pasivos en términos de plazo, fijación del tipo de interés, emisor y divisa²², el volumen de deuda externa es un elemento de vulnerabilidad de la economía española, especialmente en un contexto de tipos de interés más altos.

22 Predominan los emitidos a largo plazo y por el sector público, los denominados en euros y, principalmente, a un tipo de interés fijo.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES

En los últimos meses se han sucedido las sorpresas negativas en los principales indicadores de la economía China, después de que estos experimentaran un repunte a principios de año por la reapertura de la economía tras el abandono de la política de «COVID cero». En concreto, el consumo y la inversión han empezado a mostrar señales de agotamiento como factores de crecimiento. Asimismo, ante la debilidad de la demanda global y las tensiones geopolíticas, las exportaciones también se han resentido.

Las incertidumbres económicas se han visto agravadas por los problemas que experimenta su sector inmobiliario, los cuales parecen estar agudizándose. Dichos problemas comenzaron a emerger en verano de 2020, cuando, con el fin de evitar presiones especulativas y reducir el apalancamiento del sector, el Gobierno chino introdujo las llamadas «tres líneas rojas»¹. Esto obligó a los principales promotores inmobiliarios a adoptar criterios de sostenibilidad financiera, limitando así su capacidad de endeudamiento.

Como resultado, algunos de los promotores se enfrentaron a graves problemas de liquidez. De hecho, en septiembre de 2021, las dudas acerca de la solvencia de Evergrande —una de las principales promotoras chinas por tamaño y endeudamiento en aquel momento— intensificaron los temores a que los problemas se extendiesen a una parte mayor del sector inmobiliario, surgiendo la posibilidad de que los impagos desordenados de estas empresas constituyeran un riesgo sistémico global.

Desde entonces, la falta de confianza en la solvencia del sector y en su capacidad para finalizar los proyectos de construcción en curso ha enfrentado a los promotores inmobiliarios a una creciente dificultad en el acceso a la financiación. Efectivamente, tanto los fondos obtenidos por el sector de los mercados y de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios como los captados mediante «preventas» —según las cuales los hogares adelantan un depósito al promotor por una parte elevada

del valor de la vivienda sobre plano— muestran significativos retrocesos (véase gráfico 1).

La reaparición este verano de los problemas de liquidez en algunos de los principales promotores inmobiliarios —entre los que destaca Country Garden, que hubo de pedir un aplazamiento de sus obligaciones de pago— y en intermediarios no bancarios que los financiaban reavivó los problemas de confianza en el sector. Así, las ventas de viviendas se han ralentizado de manera notable en los últimos meses, el resto de la financiación de los promotores se ha contraído de manera intensa y las fuertes caídas en la venta de suelo, en la iniciación de nuevos proyectos de construcción y en la inversión inmobiliaria apuntan a una contracción del sector (véase gráfico 2). En este contexto, los precios de la vivienda se han estancado en los últimos trimestres (véase gráfico 3).

Los problemas parecen concentrados principalmente en los promotores privados, que se encuentran en mayores dificultades financieras. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)², un grupo de promotores que representan de manera conjunta en torno a un 30 % del total de activos del sector se hallarían en 2023 en riesgo de insolvencia —considerando como tal la tenencia de patrimonio negativo—. La situación de los promotores inmobiliarios ha generado ya, además, ramificaciones hacia entidades de intermediación no bancaria, que se encuentran comparativamente más expuestas a este sector. De hecho, algunas entidades financieras, como Zhongrong Trust³, se habrían visto también en dificultades este verano.

La importancia del sector inmobiliario en la economía china ha crecido de manera notable en las últimas décadas, por lo que las dificultades que atraviesa han generado una ola de pesimismo debido a las posibles consecuencias en términos de crecimiento global y estabilidad financiera. Se estima que en torno a un 15 % del PIB y del empleo de China procede del sector inmobiliario, si bien algunos estudios señalan que su

1 En particular, se limitó la capacidad de endeudamiento de los promotores en función de tres ratios: i) la ratio entre pasivos y activos no puede superar el 70 % (excluyendo los pagos adelantados); ii) el apalancamiento neto (deuda menos capital) debe ser inferior al 100 % del capital, y iii) la relación entre las reservas de caja de la empresa y las deudas a corto plazo debe situarse al menos en el 100 %.

2 Véase FMI. (2023). «Global Financial Stability Report 2023: Safeguarding financial stability amid high inflation and geopolitical risks».

3 Zhongrong Trust es una empresa financiera china de gestión de patrimonios que, a través de su actividad de inversión, constituye una fuente relevante de financiación no bancaria. A finales de 2022 gestionaba fondos por valor de 87 mm de dólares. Está, a su vez, vinculada al conglomerado privado chino de gran tamaño Zhongzhi, con intereses en el sector financiero, la minería y la automoción.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Gráfico 1
Fuentes de financiación de los promotores inmobiliarios (a)

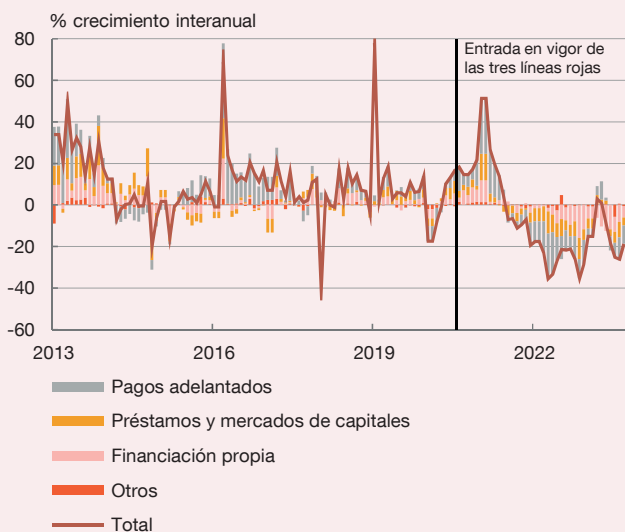


Gráfico 2
Situación del mercado inmobiliario: Cantidades

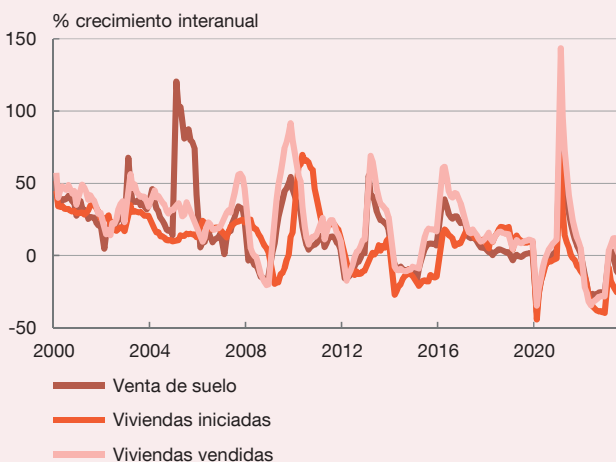


Gráfico 3
Situación del mercado inmobiliario: Precios

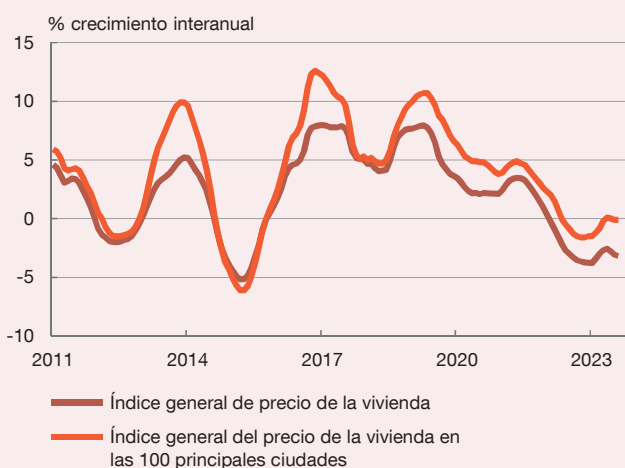
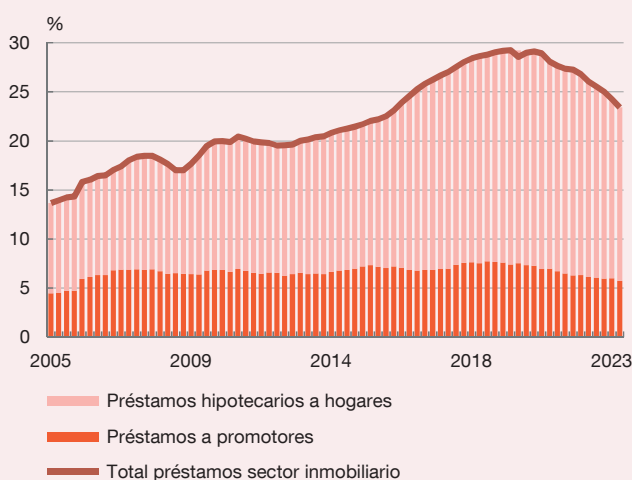


Gráfico 4
Saldo de préstamos al sector inmobiliario sobre préstamos totales. Sector bancario



FUENTES: CEIC y Refinitiv Eikon.

a «Préstamos y mercados de capitales» incluye préstamos domésticos y extranjeros, así como otros fondos extranjeros recibidos para la construcción e inversión en activos fijos. «Financiación propia» se refiere principalmente a fondos extrapresupuestarios recibidos por ministerios, gobiernos locales, empresas e instituciones. «Otros» incluye otras fuentes de financiación como el capital obtenido mediante la emisión de bonos por parte de empresas o instituciones financieras, fondos recaudados de individuos a través de donaciones, y fondos transferidos por otras unidades.

importancia sería aún más elevada si se tienen en cuenta los efectos indirectos sobre otros sectores⁴.

Los problemas de los promotores inmobiliarios se podrían trasladar en mayor medida a los sectores de intermediación

4 A través de las tablas *input-output*, Kenneth Rogoff y Yuanchen Yang. (2021). «Has China's housing production peaked?». *China and the World Economy*, 21(1), pp. 1-31 analizan los efectos de una perturbación en el sector inmobiliario teniendo en cuenta no solo los efectos de primer orden sino los efectos indirectos a través de su interacción con otros sectores, y llegan a la conclusión de que el sector inmobiliario representaría en torno al 29% del PIB en el año 2017.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

financiera bancaria y no bancaria. No obstante, la proporción de préstamos bancarios a promotores inmobiliarios es reducida —entre el 5 y el 8 % del total, según el año— y el sector bancario parece haber limitado su exposición a los mismos en los últimos años (véase gráfico 4). Respecto a los intermediarios financieros no bancarios, su menor sujeción a la regulación bancaria les ha permitido una mayor exposición a sectores de mayor riesgo, como la financiación a promotores y la deuda pública local. El peso del sector de intermediación financiera no bancaria representa, no obstante, un 5 % del sistema financiero chino, tras haberse visto reducido en los últimos años por la acción de los reguladores (véase gráfico 5), que han introducido medidas más severas para evitar los riesgos financieros derivados de esta industria⁵.

La situación del sector inmobiliario también puede afectar a los hogares a través de diversos canales. La solvencia y la fortaleza de los balances de los hogares dependerán en gran medida de la evolución del precio de la vivienda ante una corrección significativa en el sector inmobiliario. Sin embargo, las correcciones en el mercado de la vivienda chino se han producido históricamente en mayor medida en términos de cantidades (esto es, a través del volumen de venta de viviendas), mientras que los precios tienden a mostrar un comportamiento más estable (véanse de nuevo los gráficos 2 y 3). Así, desde 2011, el mayor episodio de corrección de precios no ha superado una caída del 5 %, porcentaje muy inferior al que se observó en Estados Unidos o en España tras la crisis financiera de 2008. No obstante, dado que, como se ha mencionado ya, el sector inmobiliario podría suponer hasta un 15 % del empleo total, una corrección significativa en la construcción y venta de viviendas podría afectar a los hogares, generando una reducción sustantiva de su renta.

En relación con los préstamos hipotecarios para vivienda, el riesgo de impagos generalizados parece de momento limitado. En primer lugar, porque, al igual que sucede con respecto a los promotores, los bancos han reducido su

exposición a este tipo de préstamos en los últimos años (véase gráfico 4). Además, en China, los controles macroprudenciales y la extensión del sistema de preventas han mantenido la relación entre el préstamo y el valor de la vivienda relativamente contenida⁶. Este hecho, combinado con el aumento sostenido del precio de la vivienda en las últimas décadas, ha incrementado la riqueza de los hogares de manera notable, en la medida en que el valor de los activos ha crecido más que el de los pasivos (véase gráfico 6). No obstante, la deuda de los hogares ha aumentado en las últimas décadas significativamente, situándose en niveles similares a los del promedio de las economías avanzadas (véase gráfico 7).

En caso de que se materializara un escenario de impagos severo por parte de hogares y promotores inmobiliarios, el sistema bancario en su conjunto se vería afectado materialmente, pero, de acuerdo con algunas estimaciones disponibles, se mostraría resiliente. El FMI⁷ estima que, en un escenario en el que el 10 % de las exposiciones a los promotores inmobiliarios con dificultades y un 10 % de los préstamos hipotecarios de viviendas se convirtieran en morosos, el 15 % de los bancos pasarían a no cumplir con los requisitos mínimos de capital.

Estos serían en su mayoría bancos pequeños o determinadas entidades «sistémicas a nivel doméstico», mientras que los bancos más grandes⁸ —que tienden a mostrar ratios de adecuación de capital más elevados que los bancos de menor tamaño (véase gráfico 8)— mostrarían resiliencia. En cualquier caso, de momento, la tasa de morosidad se mantiene contenida, en menor medida en el caso de las entidades rurales, que presentan tasas algo más elevadas (véase gráfico 9).

La ralentización del sector inmobiliario también podría agudizar las tensiones de financiación de los gobiernos locales, con ramificaciones sobre el sector financiero a través de los conocidos como «vehículos de financiación de los gobiernos locales» (LGFV, por sus siglas en inglés). Estos

5 Véase Jacopo Timini. (2017). «Los desequilibrios económicos de China y el papel del sector financiero». *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2017, *Artículos Analíticos*, para una descripción con una perspectiva temporal más amplia.

6 La media para la compra de primera vivienda se mantendría en un 63 %, mientras que se reduciría al 38 % para la de segunda vivienda. Véase Kaiji Chen, Qing Wang, Tong Xu y Tao Zha. (2020). «Aggregate and distributional impacts of LTV policy: Evidence from China's micro data». NBER Working Paper Series, 28092, National Bureau of Economic Research.

7 Véase FMI. (2022). «Global Financial Stability Report 2022: Navigating the high-inflation environment».

8 Incluyendo los que se clasifican como «bancos de importancia sistémica global».

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Gráfico 5
Saldo de financiación por intermediarios financieros no bancarios sobre financiación total



Gráfico 6
Cuenta financiera de los hogares (a)

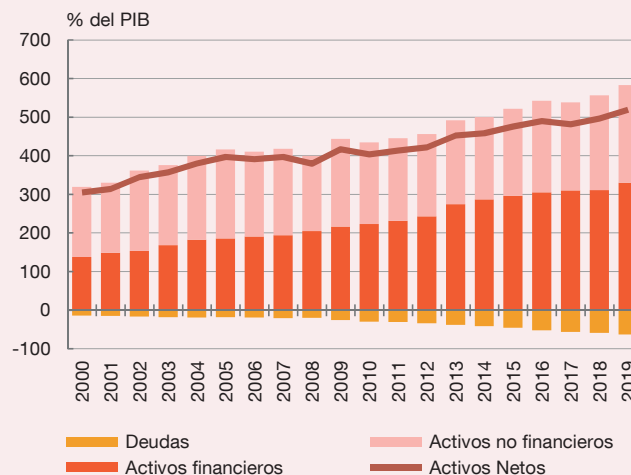


Gráfico 7
Endeudamiento de los hogares (b)

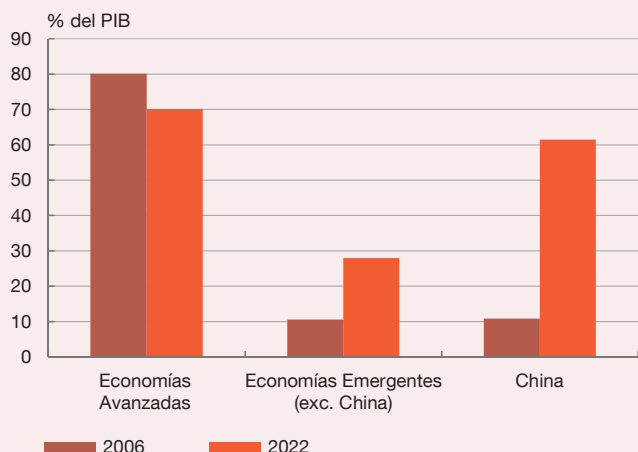
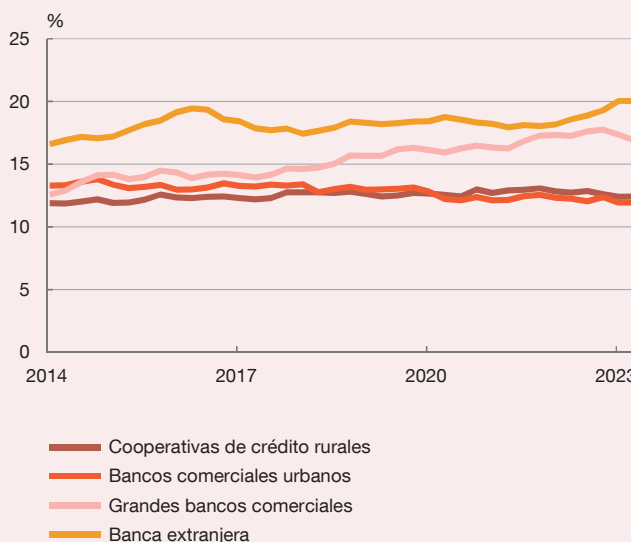


Gráfico 8
Ratio de capital total (c)



FUENTES: CEIC y Fondo Monetario Internacional.

- a La casi práctica totalidad de los activos no financieros de los hogares corresponde a vivienda, y solo una pequeña proporción correspondería a otros activos como vehículos o equipamiento agrícola. Véase «China's National Balance Sheet – 2020», *Center for National Balance Sheet, National Institution for Finance and Development, Chinese Academy of Social Sciences*.
- b El agregado de economías avanzadas incluye las economías de Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Canadá y España ponderadas por su PIB en paridad de poder adquisitivo. El agregado de emergentes excluyendo China incluye, por su parte, las economías de India, Rusia, Indonesia, Brasil y México.
- c En China, las cooperativas de crédito rurales tienden a ser de pequeño tamaño, mientras que los bancos comerciales urbanos tienden a ser de tamaño mediano.

LGFV, que financian infraestructuras y proyectos de construcción de las administraciones locales, adquieren terrenos a los gobiernos municipales y a menudo los utilizan como colateral para obtener financiación con crédito

bancario o a través de emisiones de bonos. El crecimiento exponencial de la deuda de los LGFV —que se estima que suponía en 2022 en torno al 45 % del PIB, según el FMI— ha suscitado preocupaciones debido a su alto apalancamiento,

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Gráfico 9
Ratio de dudosos

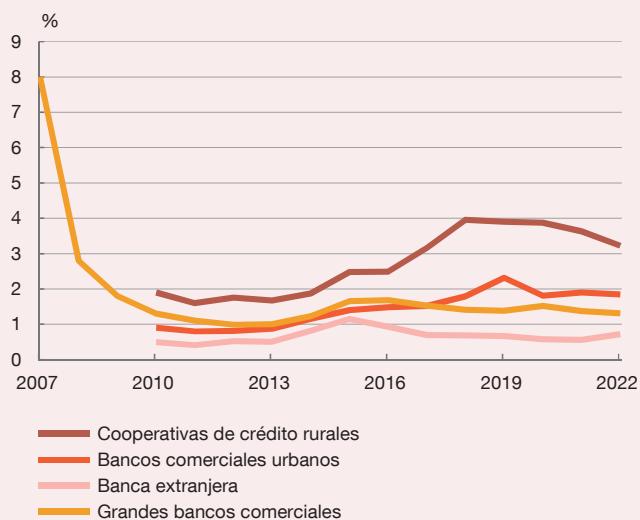
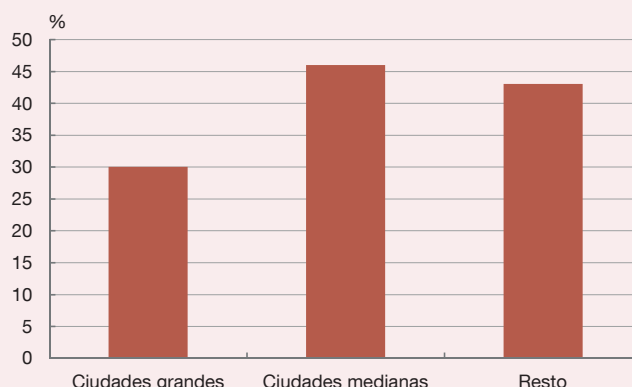


Gráfico 10
Administraciones locales: ingresos procedentes de la venta de suelo (2020) (a)



FUENTES: CEIC y Rogoff y Yang (2022).

a Rogoff y Yang (2022) clasifican las ciudades en tres tramos, de acuerdo con su tamaño e importancia económica. Así, ciudades grandes como Pekín, Shanghái, Cantón, y Shenzhen pertenecerían al tramo 1. Otras, de tamaño más mediano pero históricamente desarrolladas económicamente, como las capitales de provincia o región, estaría en el tramo 2. El resto de ciudades pertenecen al tramo 3. Para un listado más exhaustivo, consúltese Rogoff y Yang (2022). «A tale of tier 3 cities». IMF Working Paper WPIEA2022196.

dada su limitada capacidad para la generación de ingresos y su dependencia de los gobiernos locales.

En China, la venta de suelo representa una parte importante de los ingresos de las administraciones locales, especialmente en municipios de menor tamaño, en los que los ingresos por esta vía pueden representar hasta más del 40% del total (véase gráfico 10). La contracción del mercado inmobiliario reduciría dichos ingresos, lo que podría agravar las tensiones financieras de los gobiernos locales al limitar su margen de política fiscal y, con ello, plantear riesgos adicionales para el sistema financiero chino.

Así, se estima que una parte sustancial de los LGFV no sería viable sin apoyo y reestructuración por parte del Gobierno central. De acuerdo con el FMI, si los bancos terminasen asumiendo la mitad del coste de la reestructuración de la deuda, esto daría lugar a importantes pérdidas bancarias, lo que afectaría principalmente a bancos locales, cuyas ratios de capital podrían situarse por debajo de los mínimos requeridos.

Para contrarrestar los potenciales impactos negativos en la economía china y preservar la estabilidad financiera, el

Gobierno de este país ha puesto en marcha una amplia batería de medidas.

Estas incluyen la reestructuración de la deuda de los promotores más afectados y la provisión de liquidez para que puedan finalizar los proyectos en curso. Además, con el fin de estimular la demanda de vivienda mediante la mejora del acceso a la financiación de los hogares, en septiembre de este año el Gobierno chino implementó una de las relajaciones más sustanciales de la regulación del mercado de la vivienda desde 2015, que incluía instrumentos tales como rebajas en los pagos iniciales requeridos en las operaciones de compraventa de vivienda o en los tipos de interés mínimos regulados en los préstamos hipotecarios. Este tipo de relajaciones podrían reevaluarse dependiendo de la evolución del sector, con el fin de evitar potenciales desequilibrios a medio y largo plazo.

Otras medidas, como la bajada de los principales tipos de interés de la política monetaria, también buscarían apoyar este sector y la economía en su conjunto. En cualquier caso, los efectos de estas medidas son todavía muy inciertos y no se dispone de estimaciones sobre su efectividad e impacto económico.

LA DESACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR INMOBILIARIO EN CHINA Y SUS POTENCIALES CANALES DE TRANSMISIÓN DOMÉSTICOS E INTERNACIONALES (cont.)

Respecto a la transmisión de estos riesgos a la economía global, esta podría producirse a través de varios canales.

En primer lugar, se encuentra el canal comercial. En el caso de la economía europea, esta está notablemente expuesta a la demanda china de manera directa (a través de las exportaciones) o indirecta (mediante la venta de bienes a países que exportan a China). En el caso del área del euro, en 2022 China representaba el 16 % de las importaciones extracomunitarias y el 7,3 % de las exportaciones, según datos de Eurostat.

En segundo lugar, China es uno de los principales demandantes de materias primas energéticas y metálicas, por lo que sería de esperar que una ralentización del crecimiento en China redujera su precio, de manera especial en el caso de las materias primas metálicas, que muestran mayor sensibilidad a la actividad del sector inmobiliario en China.

Finalmente, existe un tercer canal, el de las exposiciones financieras, con una importancia más reducida debido a la limitada apertura de la cuenta de capital de China. Los canales indirectos incluyen el posible aumento de la incertidumbre y el eventual deterioro de la confianza

global, que podrían dar lugar a un episodio de repunte de la aversión al riesgo en los mercados internacionales, con caídas bursátiles y mayores primas de riesgo.

Los efectos que sobre el crecimiento económico de España y el área del euro tendría una eventual desaceleración significativa de la economía China serían acotados, salvo en el caso de que se materializaran escenarios severos. Algunas estimaciones disponibles realizadas por el Banco de España que analizan los efectos de una ralentización de la economía china que se transmitiera a través de los tres canales mencionados con anterioridad —comercial, materias primas y confianza—⁹ apuntan a que una reducción de 1 punto porcentual (pp) en el crecimiento de este país podría llevar a una disminución del crecimiento de en torno a 0,2 pp en España y 0,3 pp en la Unión Económica y Monetaria. Por su parte, en su informe de septiembre de 2023, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico¹⁰ estima que una brusca desaceleración de China caracterizada por un escenario de cola en el que el PIB se redujera en 2 pp y tal reducción se viera acompañada de un fuerte endurecimiento de las condiciones globales de financiación, el crecimiento en Europa podría reducirse en torno a 0,8 pp.

9 Dichos canales se consideran a través de una simulación realizada mediante el modelo macroeconómico NiGEM, con el que se simula una caída permanente de 1 pp en el crecimiento de China, de la que el 80 % se debe a la inversión —canal comercial—. Además, se introduce un *shock* negativo del 6,9 % en el precio del petróleo y del 7,8 % en el precio de los metales industriales, consistente con dicha caída de 1 pp en el crecimiento en China —canal precio de materias primas—. Finalmente, se asume que el deterioro de la confianza y el aumento de la incertidumbre como consecuencia de la desaceleración se concretan en una corrección del 10 % en las bolsas de China, Europa, Japón y Estados Unidos, un aumento de 50 puntos básicos (pb) de la prima de riesgo de las acciones y una subida de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes —canal confianza—. Véase Bing Xu, Moritz Alexander Roth y Daniel Santabárbara. (2019). «Impacto global de una desaceleración en China». *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2019, Artículos Analíticos.

10 Véase OCDE. (2023). «OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023. Confronting Inflation and Low Growth».

ANÁLISIS DEL USO EN 2023 DE LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EN LOS REALES DECRETOS-LEYES 6/2012 Y 19/2022

Con el objetivo de proteger a los hogares vulnerables o en riesgo de vulnerabilidad a causa del alza de la inflación y la consiguiente subida de los tipos de interés para combatirla, en noviembre de 2022 se aprobó el **Real Decreto-ley 19/2022**, sobre aplicación de códigos de buenas prácticas (CBP) y otras facilidades para deudores hipotecarios.

Esta norma aborda dos cuestiones principales¹. Por un lado, reforma el CBP existente² desde 2012, con el objetivo de ampliar la definición de hogares vulnerables que pudieran acogerse a él. Por otro lado, establece un nuevo CBP temporal (vigente hasta diciembre de 2024), destinado a proteger a los hogares que, sin ser vulnerables, están en riesgo de serlo a causa de la evolución del entorno económico³. Ambos CBP resultan obligatorios para las entidades una vez suscritos, si bien este paso es voluntario. Un análisis más detallado del contenido del Real Decreto-ley (RDL) 19/2022 y de sus implicaciones económicas y financieras puede encontrarse en el **capítulo temático del IEF de primavera de 2023**.

En este recuadro se presenta la evidencia empírica disponible, correspondiente a los meses transcurridos de 2023, sobre el CBP de 2012 reformado (CBP 2012 ref.) y sobre el CBP temporal (NCBP 2022). Aunque el período transcurrido es todavía limitado, y el análisis realizado podrá enriquecerse en el futuro, es útil conocer los primeros efectos medibles de su aplicación⁴.

Evolución de solicitudes y operaciones CBP

El gráfico 1 presenta la evolución de las solicitudes y la tasa de realización⁵ para el antiguo CBP 2012 (ACBP

2012) hasta 2022 y para el CBP 2012 ref. y el NCBP 2022 en los siete primeros meses de 2023. Durante 2022, el volumen acumulado en el año de deuda pendiente vinculada a solicitudes al ACBP 2012 ascendió a 589 millones de euros (correspondiente a cerca de 5.800 operaciones), mientras que hasta julio de 2023 el agregado del CBP 2012 ref. y del NCBP 2022 asciende a 5.367 millones de euros (cerca de 42.800 operaciones). El CBP 2012 ref. representa el 54 % de las solicitudes (2.910 millones de euros, con aproximadamente 23.100 operaciones) y el resto, 46 %, corresponden al NCBP 2022 (2.458 millones de euros, con cerca de 19.700 operaciones).

Se aprecia, por tanto, un notable impulso en el recurso a esta facilidad por parte de los deudores hipotecarios, tanto por la ampliación del perímetro de hogares vulnerables (el CBP 2012 ref. tiene en estos primeros siete meses más solicitudes que el ACBP 2012 en todo 2022, y queda cerca de los datos anuales de solicitudes observados para este durante los años posteriores a la crisis financiera global, cuando se instauró) como por el nuevo acceso de los hogares en riesgo de vulnerabilidad que ofrece por vez primera el NCBP 2022.

De acuerdo con los análisis empíricos desarrollados⁶, el desempleo y la renta disponible son los principales factores explicativos de la probabilidad de impago de una hipoteca y, por tanto, de hacer una solicitud a los CBP. Presumiblemente, el hecho de que el mercado de trabajo haya tenido un comportamiento positivo, con reducciones de la tasa de paro y aumentos del empleo que sostienen la renta de los agentes habría contribuido a evitar un

- 1 El RDL 19/2022 también contempla medidas adicionales de apoyo a los deudores hipotecarios como la suspensión temporal del devengo de todo tipo de comisiones por conversión de operaciones de préstamo hipotecario de tipo variable a fijo, entre otras.
- 2 Este CBP fue aprobado en marzo de 2012 con el fin de paliar los efectos de la crisis financiera global sobre los hogares vulnerables con carga hipotecaria. Véase el **Real Decreto-ley 6/2012**.
- 3 Tanto la noción de «hogar vulnerable» como la de «hogar en riesgo de vulnerabilidad» se definen en la norma de manera precisa en sendos CBP en función de indicadores socioeconómicos como la renta o la relación entre cuota hipotecaria e ingreso. Véase el **capítulo temático del IEF de primavera de 2023**.
- 4 El análisis presentado en este recuadro se sustenta en datos obtenidos para entidades de depósito, por lo que no incluye a los establecimientos financieros de crédito. No obstante, el número de operaciones vinculadas a los CBP en esta clase de entidades financieras es muy reducido (suponen aproximadamente el 1 % del total de solicitudes).
- 5 Ratio entre la deuda pendiente asociada a las operaciones realizadas y la correspondiente a operaciones solicitadas en el período. Es posible que algunas operaciones hayan sido solicitadas en un período y realizadas en otro posterior. En cualquier caso, la tasa de realización sobre el volumen acumulado de operaciones solicitadas presenta un patrón similar.
- 6 Para el caso español, véanse el artículo de José María Casado y Ernesto Villanueva. (2018). «Spanish household debt defaults: results of the Spanish Survey of Household Finances (2002-2014)». *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España, 35 pp. 149-168, y el de Jorge E. Galán y Matías Lamas. (2023). «Beyond the LTV Ratio: Lending Standards, Regulatory Arbitrage, and Mortgage Default». *Journal of Money, Credit and Banking*, <https://doi.org/10.1111/jmcb.13041>.

ANÁLISIS DEL USO EN 2023 DE LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EN LOS REALES DECRETOS-LEYES 6/2012 Y 19/2022 (cont.)

Gráfico 1
Solicitudes de los Códigos de Buenas Prácticas y tasa de realización (a)

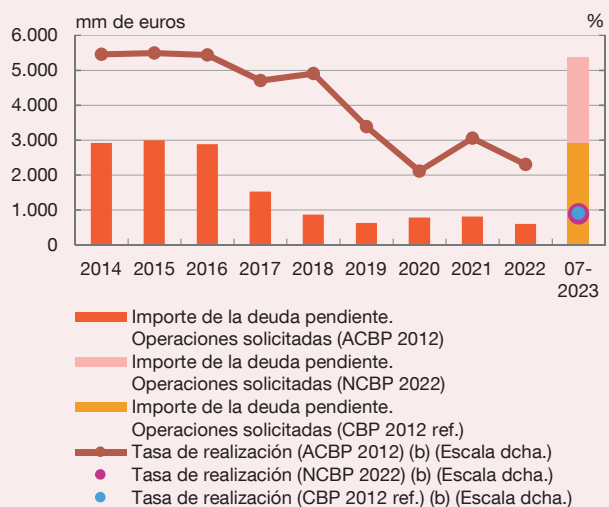


Gráfico 2
Alcance potencial sobre población elegible de los nuevos códigos de buenas prácticas - Primer semestre 2023 (a) (c) (d)

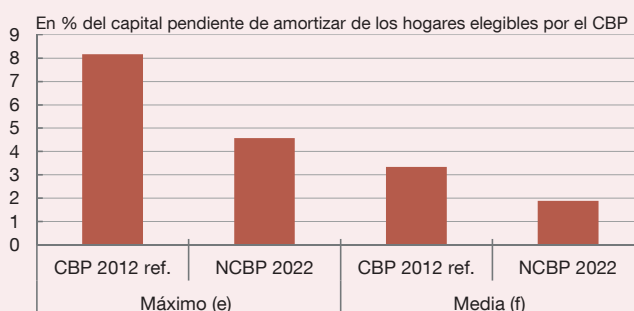


Gráfico 3
Situación crediticia de la cartera hipotecaria (a) (g)

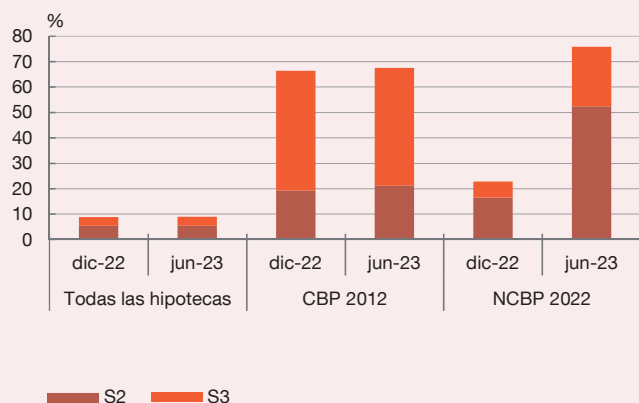
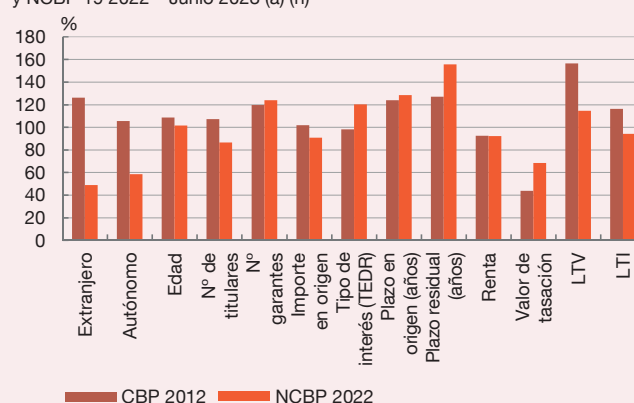


Gráfico 4
Caracterización de las operaciones modificadas al amparo del CBP 6 2012 y NCBP 19 2022 - Junio 2023 (a) (h)



FUENTES: Banco de España, Central de Información de Riesgos y Encuesta Financiera de las Familias (2020).

- a En este gráfico se consideran cuatro variantes de CBP. ACBP 2012: el CBP aprobado en el RDL 6/2012 hasta su reforma por el RDL 19/2022. CBP 2012 ref.: el CBP aprobado en el RDL 6/2012 desde su reforma por el RDL 19/2022. CBP 2012: el CBP aprobado en el RDL 6/2012, sin atender a diferencias temporales antes/después de su reforma. NCBP 2022: el CBP aprobado en el RDL 19/2022.
- b Ratio entre la deuda pendiente asociada a las operaciones realizadas y la correspondiente a operaciones solicitadas en el período. Es posible que algunas operaciones hayan sido solicitadas en un año y realizadas en el año siguiente. En cualquier caso, la tasa de realización sobre el volumen acumulado de operaciones solicitadas presenta un patrón similar.
- c Para la construcción del denominador, los hogares elegibles dentro del CBP 2012 ref., también lo serían, de forma general, dentro del NCBP 2022, pudiendo optar entre uno y otro. Por tanto, se asume que los hogares elegibles por el mecanismo más estructural habrían optado por esta opción. Los hogares elegibles por el mecanismo temporal serían aquellos que cumplen las condiciones requeridas una vez se excluyen los individuos que podrían acogerse (y, de hecho, se asume que así lo harían) al mecanismo estructural.
- d Se supone que la subida del tipo de interés de referencia de 500 pb se traslada completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable.
- e Para la construcción del numerador, se asume que el número máximo de hogares con solicitudes de adhesión a los CBP efectivamente realizadas sería igual al número de total de solicitudes recibidas para cada mecanismo.
- f Para la construcción del numerador, se asume que el número de hogares que efectivamente podría acogerse a cualquiera de los dos CBP sería proporcional al porcentaje medio de operaciones efectivamente realizadas para el ACBP 2012 desde el año 2014 hasta 2022.
- g Se presentan los porcentajes en términos del dispuesto pendiente de las operaciones en la cartera viva a cada una de las fechas indicadas. En el caso de CBP 2012, se reporta la situación crediticia de las operaciones sujetas a estas medidas en cada fecha. En el caso de NCBP 2022, se reporta la situación crediticia en diciembre de 2022 de las operaciones acogidas al mismo en el periodo de referencia de 2023, aunque al cierre del año pasado no estuvieran todavía sujetas a estas medidas.
- h Para cada operación, se ha calculado su valor medio ponderado por el importe de la operación y se ha relativizado con el valor medio de la cartera hipotecaria no acogida a ningún CBP. Así, un valor por encima de 100 indicaría que la media ponderada en esa categoría en particular es superior en las hipotecas acogidas a CBP 2012 o NCBP 2022 que para el resto de la cartera de hipotecas no acogida a ninguno de ellos. Las características se miden a junio de 2023. Los valores de referencia medios para el conjunto de la cartera de hipotecas (aquellos que se toman como base100) son los siguientes: extranjero (%) 7,8; autónomo (%) 19,4; edad (acreditado de mayor edad, años) 39,11; importe en el origen (€) 185.384,4; plazo origen (años) 28,1; plazo residual (años) 17,0; LTV (%) 77,77; LTI (múltiplo sobre renta) 3,97; renta (en 2020, €) 43.253; tipo de interés (TEDR, %) 3,25; Valor de tasación (€) 239.148.

ANÁLISIS DEL USO EN 2023 DE LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EN LOS REALES DECRETOS-LEYES 6/2012 Y 19/2022 (cont.)

mayor número de solicitudes. En cualquier caso, también debe tenerse en cuenta que la presión financiera tiende a actuar sobre la capacidad de pago con un cierto retardo.

En lo que respecta a las tasas de realización, estas son similares para el CBP 2012 ref. (9 %) y el NCBP 2022 (8,9 %) en estos siete primeros meses de 2023. Ambas son inferiores a las observadas para el ACBP 2012 en los últimos años de su aplicación. Cabe mencionar, no obstante, el escaso tiempo transcurrido como un factor condicionante. Así, la realización final de las solicitudes, una vez verificados los criterios de elegibilidad, puede prolongarse varios meses, puesto que suele involucrar un proceso de interacción entre el acreditado y la entidad. De hecho, las tasas de denegación⁷ en este período para el CBP 2012 ref. y el NCBP 2022, ambas en el entorno del 40 %, son inferiores a las registradas en los últimos años para el ACBP 2012 (en el entorno del 60 %). Además, en su gran mayoría (cerca del 90 %) estas denegaciones se deben al no cumplimiento de los requisitos objetivos para su elegibilidad. En todo caso, las tasas de aceptación han presentado una tendencia al alza en los últimos meses⁸.

Para aproximar el alcance potencial de estos programas, el gráfico 2 presenta la proporción del capital pendiente de amortizar por los hogares que, bajo distintos supuestos, podrían haberse acogido a cualquiera de los dos mecanismos en los seis primeros meses de 2023 sobre el capital total de los hogares potencialmente elegibles dada una subida del tipo de interés de referencia de los préstamos hipotecarios de 500 puntos básicos (pb) —unos 30 pb superior a la observada desde el inicio de 2022—⁹. En las dos primeras columnas del gráfico se considera el supuesto hipotético de que todas las solicitudes recibidas hubieran sido finalmente realizadas. Bajo este supuesto, se estima que alrededor del 8,2 % del capital pendiente de amortizar por los hogares elegibles por el mecanismo estructural se beneficiaría del

CBP 2012 ref., mientras que este porcentaje se situaría en el 4,6 % para el caso del mecanismo temporal NCBP 2022¹⁰.

No todos los hogares que han solicitado acogerse a alguno de los mecanismos finalmente podrán adherirse de manera efectiva. De hecho, se ha observado ya un porcentaje material de denegaciones. Así, se realiza un ajuste sobre el porcentaje de las solicitudes que serán finalmente realizadas. Para ello, se utiliza información agregada anual sobre el porcentaje de solicitudes que condujeron a operaciones efectivamente realizadas para el ACBP 2012, dado que las tasas de realización para el CBP 2012 ref. y el NCBP 2022 se ven todavía afectadas a la baja por el corto período temporal en vigor. Así, en las dos últimas columnas del gráfico 2 se asume que el número de hogares que efectivamente podría acogerse al CBP sería proporcional al porcentaje medio de solicitudes efectivas realizadas desde 2014 hasta 2022. Bajo este supuesto, y dada una subida de 500 pb en el tipo de interés de referencia, el porcentaje de capital pendiente de amortizar de los hogares elegibles (véase de nuevo nota al pie 9) que se habría beneficiado de los mecanismos estructural y temporal ascendería al 3,3 % y al 1,9 %, respectivamente.

Calidad crediticia de las operaciones CBP

Por lo que respecta al perfil de riesgo de estas operaciones, con la información disponible en la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) se puede comparar la evolución entre diciembre de 2022 y junio de este año de la calidad crediticia de los préstamos hipotecarios acogidos a CBP, distinguiendo en este caso entre deudores vulnerables (enlazando el ACBP 2012 con el CBP 2012 ref., lo que se denota como CBP 2012, a pesar de que las condiciones de elegibilidad no son exactamente las mismas) y en riesgo de vulnerabilidad (NCBP 2022).

7 Ratio entre la deuda pendiente asociada a las operaciones denegadas y la correspondiente a operaciones solicitadas en el período. Es posible que algunas operaciones hayan sido solicitadas en un período y denegadas en otro posterior.

8 Así, por ejemplo, las tasas de realización acumuladas hasta junio para el CBP 2012 ref. y para el NCBP 2022 fueron del 7,7 % y el 7 %, respectivamente, frente a los valores del 9 % y el 8,9 % para el acumulado hasta julio.

9 Para la construcción del denominador de esta proporción, los hogares elegibles dentro del CBP 2012 ref. también lo serían, de forma general, dentro del NCBP 2022, pudiendo optar entre uno y otro. Por tanto, se asume que los hogares elegibles por el mecanismo más estructural habrían optado por esta opción. Los hogares elegibles por el mecanismo temporal serían aquellos que cumplen las condiciones requeridas una vez que se excluyen los individuos que podrían acogerse (y, de hecho, se asume que así lo harían) al mecanismo estructural.

10 El capital pendiente de amortizar por los hogares elegibles para el mecanismo estructural asciende a unos 22.000 millones de euros y a unos 30.000 millones de euros para el temporal. Estas estimaciones se realizan a partir de la información disponible en la Encuesta Financiera de las Familias de 2020 debido a que no existe información granular sobre los hogares que habrían solicitado acogerse al CBP 2022.

ANÁLISIS DEL USO EN 2023 DE LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EN LOS REALES DECRETOS-LEYES 6/2012 Y 19/2022 (cont.)

En el gráfico 3 aparece la clasificación de riesgo de crédito de la cartera hipotecaria total y de las operaciones acogidas a sendos programas. Como se puede apreciar, en diciembre de 2022, tanto las hipotecas acogidas al NCPB 2022 como, sobre todo, las acogidas al CPB 2012 presentaban mayores porcentajes en vigilancia especial (S2) y dudosos (S3) que la cartera global. Esto es algo esperable dado que se refieren a hogares vulnerables o en riesgo de serlo. Además, también se observa que un volumen importante de operaciones acogidas al NCPB 2022 han sido reclasificadas entre diciembre de 2022 y junio de 2023 a vigilancia especial o a dudoso. No obstante, gran parte del aumento en el volumen de crédito en S3 vinculado a los CBP se debe a la clasificación de estos créditos como dudoso subjetivo (es decir, por razones distintas de la morosidad objetiva). Aquellas de estas operaciones que progresen adecuadamente en sus pagos podrían retornar hacia mejores clasificaciones crediticias en el futuro.

En concreto, para las reestructuraciones¹¹ vinculadas al CBP 2012 (que sumaban un total de 1.201 millones de euros en junio de 2023) el volumen de crédito hipotecario en S2 aumentó ligeramente en el primer semestre de 2023 hasta el 21,1 % (desde el 19,2 %). En cambio, el porcentaje en S3 descendió hasta el 46,4 % en junio de 2023 (frente al 47,1 % de diciembre de 2022). En todo caso, gran parte de estos dudosos son subjetivos (el 63,7 % en diciembre de 2022 y el 57,1 % en junio de 2023, sobre el total de exposición en S3).

Por su parte, la mayoría (77,2 %) de los préstamos hipotecarios cuyas condiciones fueron modificadas en el primer semestre de 2023 bajo el NCBP 2022 (que sumaban algo más de 150 millones de euros en junio de 2023) calificaban como riesgo normal en diciembre de 2022, mientras que solo el 24,2 % permanecían en esta situación en junio de 2023. En cambio, el porcentaje en S2 de este grupo de operaciones creció hasta el 52,3 % en junio de 2023 (frente al 16,5 % de diciembre de 2022), y el porcentaje en S3, hasta el 23,5 % (frente al 6,3 % de diciembre de 2022). De nuevo, gran parte de este incremento en los dudosos se debe a aquellos clasificados como dudosos subjetivos. Así, los dudosos subjetivos

fueron, sobre el total de exposición en S3 vinculada al NCBP 2022, el 84 % en diciembre de 2022 y el 98 % en junio de 2023.

Se han utilizado también otros atributos disponibles en la CIRBE para estudiar las diferencias en características de las operaciones con condiciones modificadas bajo el CBP 2012 y el NCBP 2022 con respecto al conjunto de la cartera hipotecaria en junio de 2023 (véase gráfico 4).

Este ejercicio muestra que la renta de los hogares (aproximada por la renta media bruta del hogar en el código postal del inmueble usado como garantía de acuerdo con la información disponible en el *Atlas de distribución de la renta de los hogares* del Instituto Nacional de Estadística) para las hipotecas acogidas a alguno de los dos CBP anteriormente señalados es algo inferior al resto de los préstamos hipotecarios. Esto es esperable, dado que, para poderse acoger a estos programas, no se ha de superar un determinado nivel de renta.

Además, las hipotecas sujetas a alguno de los dos CBP se hacen sobre viviendas de un menor valor (y aún más bajo en el caso del CBP 2012). Los criterios de elegibilidad también establecían un límite superior al valor de la vivienda para poder acogerse a ellos. En cambio, el importe solicitado es solo inferior a la media hipotecaria en el NCBP 2022. En cuanto al plazo, tanto el de origen como el residual son más elevados para las hipotecas de ambos CBP. Por último, las ratios del importe de la operación sobre los ingresos del prestatario, *loan-to-income* (LTI), o sobre el valor del colateral, *loan-to-value* (LTV), son más elevadas entre las hipotecas acogidas al CBP 2012, si bien la ratio LTV para las que lo están al NCBP 2022 es también algo más alta que para el resto del sistema.

Conclusiones

El volumen de solicitudes para acogerse a los CBP en los primeros meses de 2023 ha sido relativamente elevado, de acuerdo con la experiencia del ACBP 2012. El porcentaje de operaciones realizadas es todavía bajo, posiblemente al menos en parte por el escaso tiempo transcurrido. La tasa de denegación se sitúa por debajo de las ratios observadas

11 A lo largo de este recuadro se utiliza la referencia a reestructuraciones o préstamos reestructurados de forma coherente con la terminología del RDL 6/2012. La consideración de una operación como reestructurada para propósitos de provisiones contables depende de normativa específica, separada del RDL 6/2012. Véase el [capítulo temático del IEF de primavera de 2023](#).

ANÁLISIS DEL USO EN 2023 DE LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS EN LOS REALES DECRETOS-LEYES 6/2012 Y 19/2022 (cont.)

en los últimos años para el ACBP 2012, por lo que su efectividad a medio plazo podría ser superior. También se observan, respecto de la media de los préstamos hipotecarios, ciertas señales de mayor riesgo de crédito en las operaciones que efectivamente se han acogido a estos, de forma coherente con el perfil de menor solvencia de los acreditados que acceden a estas facilidades.

En todo caso, el breve período transcurrido desde la entrada en vigor del marco reformado de CBP limita las conclusiones que se pueden extraer de los datos observados, siendo necesario continuar con la monitorización durante los próximos trimestres para determinar de forma más clara el alcance de las medidas sobre la evolución de la cartera hipotecaria.

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

En el actual contexto de endurecimiento de la política monetaria, se observa hasta junio de 2023 un descenso en el saldo vivo del crédito bancario al sector privado residente en España y una moderación en el ritmo de concesión de nuevas operaciones. La calidad crediticia en España, sin embargo, sigue mostrando una notable resiliencia y no se aprecian señales destacables de deterioro. Por su parte, los costes de financiación bancaria continúan aumentando de forma progresiva. Sin embargo, la traslación del alza de los tipos de interés a los depósitos minoristas es contenida, e inferior a la producida en los tipos de préstamo, y se ha observado la estabilización de los mercados mayoristas de financiación bancaria tras las tensiones del pasado marzo. Todo ello ha facilitado que las entidades bancarias presenten una mejora de su resultado ordinario y de su solvencia.

De forma prospectiva, las pruebas de estrés del Banco de España reflejan una elevada capacidad de resistencia agregada del sector bancario ante un escenario adverso, común con el ejercicio de estrés de la EBA a nivel europeo, que considera una fuerte recesión combinada con tensiones inflacionarias y alzas de tipos de interés adicionales. No obstante, la materialización de los riesgos identificados en el escenario tendría un impacto material sobre la rentabilidad y consumiría parte de las reservas de capital existentes, de forma heterogénea entre entidades. Por ello, es necesario continuar con una política prudente de provisiones y de capital que aproveche el buen desempeño financiero reciente.

En cuanto al sector financiero no bancario, ha recuperado su tendencia expansiva después de la contracción observada en 2022, y no se detectan cambios significativos de su estructura a nivel nacional o europeo. En España, destacan los flujos hacia fondos de inversión en renta fija, notablemente superiores a los observados en otros países europeos.

2.1 Las entidades de depósito

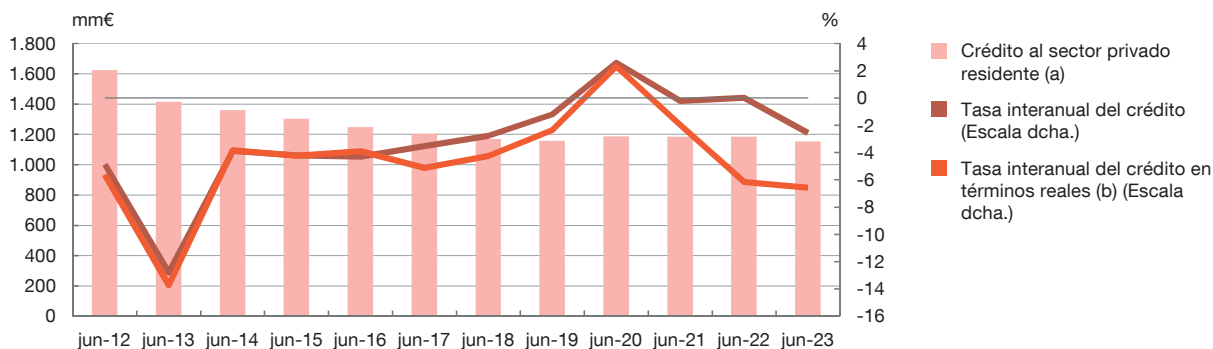
2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

Riesgo de crédito

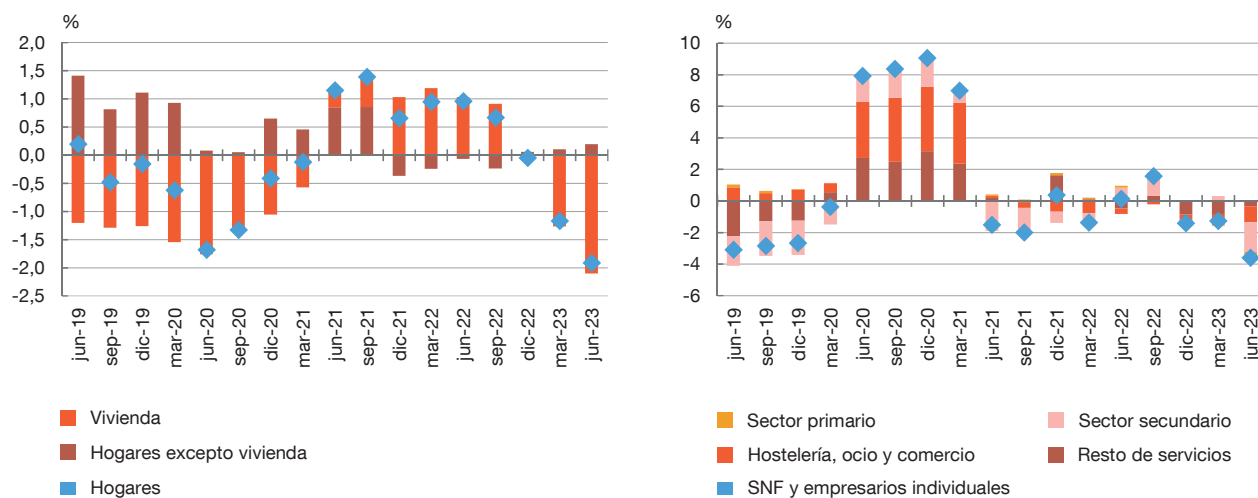
El volumen de crédito bancario al sector privado residente continuó descendiendo en España durante el primer semestre de 2023. Así, su saldo se redujo un 2,6 % en tasa interanual en junio de 2023 (véase gráfico 2.1.a). Esto supone una intensificación notable de la contracción interanual del 0,7 % observada en

El crédito al sector privado residente se contrajo en el primer semestre

2.1.a Volumen de crédito y tasa de variación. Negocios en España. DI



2.1.b Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a hogares (izda.) y sociedades no financieras y empresarios individuales (dcha.). Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

a El sector privado residente incluye hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales, y empresas financieras.

b Para obtener la serie de variación del crédito en términos reales se ha tenido en cuenta su composición, deflactando con el índice de precios de consumo la parte de crédito destinada a hogares sin finalidad empresarial, y con el deflactor del PIB el resto del crédito (sociedades no financieras, sociedades financieras y empresarios individuales).



diciembre de 2022. El retroceso afectó tanto al crédito a hogares como a empresas no financieras, pero fue mayor en este último. En términos reales¹, se registró un descenso interanual del 6,6 %, algo superior al registrado a finales del año anterior (6,2 %).

La reducción del saldo de crédito a hogares en junio de 2023 fue impulsada por la contracción del destinado a la adquisición de vivienda. El stock de crédito a hogares disminuyó un 1,9 % con respecto a junio del año anterior, mientras que al cierre de 2022 mostraba una situación de estabilidad (véase panel izquierdo del

1 Las cifras de crédito real referidas en este párrafo se obtienen deflactando con el índice de precios de consumo la parte del crédito destinada a hogares sin finalidad empresarial, y con el deflactor del producto interior bruto el resto del crédito (sociedades no financieras, sociedades financieras y empresarios individuales). En el resto del capítulo, las referencias a crédito se refieren a crédito nominal.

gráfico 2.1.b). Esencialmente, este descenso se debe a la reducción del 2,6 % de su componente principal, el crédito concedido para adquisición de vivienda, que no ha sido compensada por la expansión del 1 % del resto del crédito a hogares. La evolución del crédito nuevo y la amortización de los préstamos existentes explican estos retrocesos, como se analizó con más detalle en el capítulo 1.

El saldo de crédito empresarial experimentó en junio de 2023 su caída más pronunciada desde junio de 2019, debido fundamentalmente al descenso del crédito concedido a industria, hostelería, ocio y comercio. El saldo de crédito destinado a sociedades no financieras y a empresarios individuales intensificó su senda decreciente, registrando al final del primer semestre una disminución del 3,6 % en tasa interanual (véase panel derecho del gráfico 2.1.b). Por su contribución a la evolución agregada, destacaron las notables reducciones interanuales del crédito concedido al sector industrial (-6 %) y a hostelería, ocio y comercio (-4,1 %). En esta cartera, el retroceso del saldo se explica fundamentalmente por las amortizaciones de operaciones vivas.

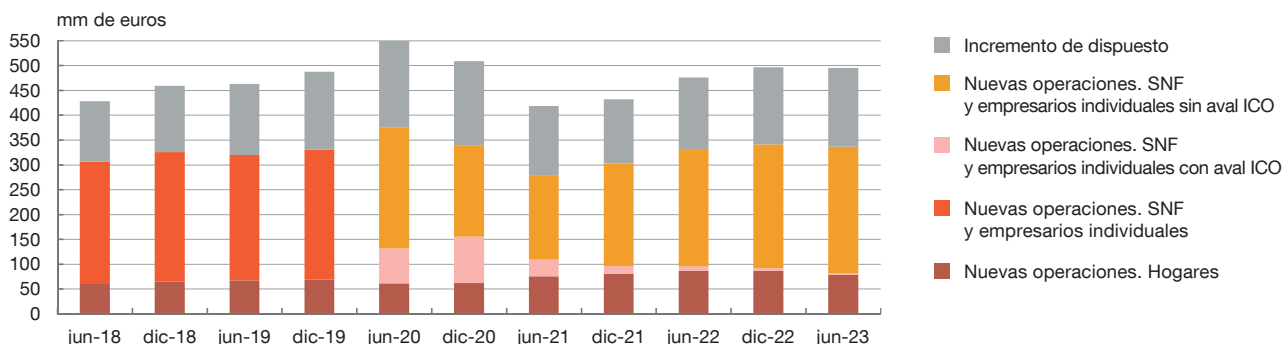
El crédito nuevo se expandió en 2022 a pesar del aumento de los tipos de interés, pero en el primer semestre de 2023 ya se apreció una reducción en su crecimiento, que fue generalizada entre entidades. Las nuevas operaciones con hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales crecieron un 1,4 % en los últimos doce meses hasta junio, en contraste con el crecimiento del 13 % hasta el final del año anterior (véase gráfico 2.2.a). Destacó la contracción de las nuevas operaciones a hogares, que disminuyeron un 8,7 %, mientras que el nuevo crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales se expandió en un 4,9 %². Los incrementos de dispuesto por uso de crédito disponible (cifra acumulada de doce meses) crecieron un 10,7 % en tasa interanual en junio de 2023, lo que podría reflejar una reacción por parte de los deudores para acomodar el menor crecimiento en la nueva concesión y la expectativa de un posible endurecimiento adicional de las condiciones de financiación en trimestres futuros. El rango de las distribuciones entre entidades del crecimiento interanual del crédito nuevo se ha desplazado hacia valores inferiores en los semestres más recientes, tanto para hogares como para sociedades no financieras (véase gráfico 2.2.b).

La traslación del incremento del euríbor, principal tipo de interés de referencia, a los tipos medios de las carteras de préstamos bancarios continuó en el primer semestre de 2023. En junio de 2023, el euríbor a doce meses se situó por encima del 4 %, lo que supone un incremento acumulado de 451 puntos básicos (pb) desde el inicio de la actual escalada de tipos de interés en diciembre de 2021,

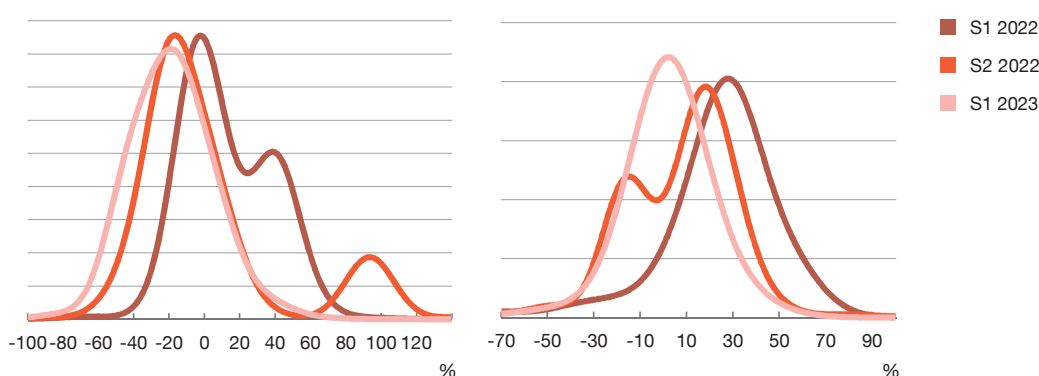
2 En los doce meses anteriores a junio de 2023, las nuevas operaciones con aval ICO destinadas a paliar los efectos del conflicto bélico en Ucrania representan un 1 % del total de nuevas operaciones de crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales.

La mayoría de bancos frenó la concesión de crédito en el primer semestre

2.2.a Volumen de crédito nuevo acumulado en doce meses. Hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales (a). Negocios en España. DI



2.2.b Distribución por entidades de la tasa de variación interanual de los flujos de nuevas operaciones semestrales a hogares (izda.) y sociedades no financieras y empresarios individuales (dcha.) (b). Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen en este gráfico las otras sociedades financieras.

b El gráfico muestra la función de densidad de la tasa de variación interanual de los flujos de nuevas operaciones semestrales a hogares (izda.) y sociedades no financieras y empresarios individuales (dcha.) para las entidades de depósito españolas, ponderada por el flujo de nuevas operaciones semestrales para esa finalidad. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

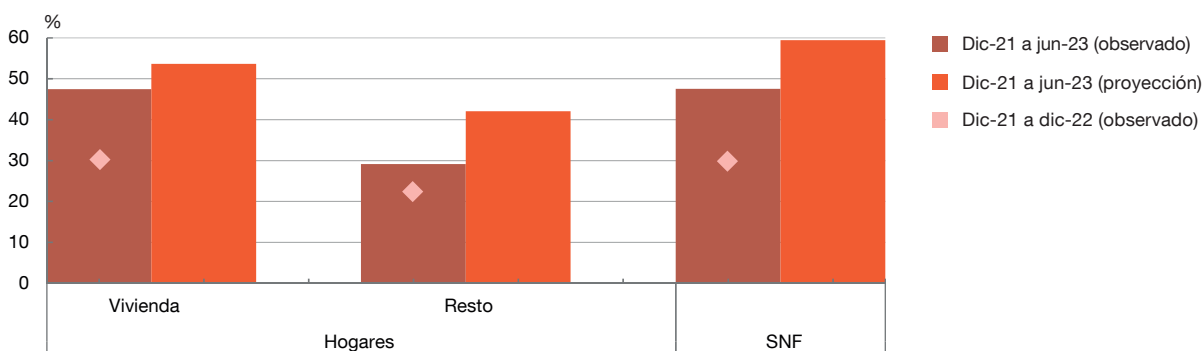


y de 100 pb desde diciembre de 2022. En este contexto, la traslación³ del incremento en los tipos de interés de referencia a los tipos medios⁴ de las carteras de préstamos a hogares y sociedades no financieras de las entidades continuó en la primera mitad de 2023, acercándose al 50 % en el caso de los préstamos para compra de vivienda y en el crédito a empresas y al 30 % en el crédito a hogares para otras finalidades. El grado de traslación alcanzado hasta el momento es todavía inferior a la experiencia histórica en procesos de subida de los tipos de interés (véase gráfico 2.3). En comparativa europea, el grado de traslación observado en los tipos medios de

3 La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés aplicado en operaciones de préstamo y la variación del euríbor a doce meses en el período considerado.

4 Tipos medios sobre todo el saldo de las carteras correspondientes, incluyendo tanto operaciones a tipo variable como fijo. Estas últimas contribuyen a una menor transmisión de los cambios en el euríbor.

2.3.a Traslación del incremento del euríbor a los tipos de interés medios sobre el saldo de préstamos (a)



FUENTE: Banco de España.

a La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés aplicado en operaciones de préstamo y la variación del euríbor a doce meses en el período considerado. La proyección de la evolución de los tipos de interés comerciales se ha llevado cabo mediante un modelo VAR estructural multivariante estimado con información proveniente de los estados sobre tipos de interés reportados al BCE.



préstamo bancario en España es relativamente superior al de otras jurisdicciones⁵, a lo que contribuye la proporción más elevada de préstamos a tipo variable⁶.

La ratio de dudosos a cierre del primer semestre de 2023 se situó en un 3,4%, prolongando así su tendencia descendente. En comparación con junio de 2019 (prepandemia) y junio de 2022, esta ratio cayó en 1,9 puntos porcentuales (pp) y 0,4 pp, respectivamente (véase gráfico 2.4.a). Estos descensos fueron impulsados por mejoras en la ratio de dudosos para los hogares (caídas de 1,7 pp y 0,3 pp frente a junio de 2019 y 2022, respectivamente) y para el sector empresarial no financiero (caídas de 2,6 pp y 0,6 pp respecto a junio de 2019 y 2022). No obstante, el volumen de dudosos del crédito a hogares mostró una cierta señal de deterioro al crecer un 2,9 % en el segundo trimestre de 2023 (véase panel izquierdo del gráfico 2.4.b). Por otro lado, la ratio de dudosos de los préstamos con aval ICO se incrementó en 4,2 pp en los últimos doce meses, registrando un 8,3 % en junio de 2023 (véase gráfico 2.4.a). Si bien el volumen de créditos dudosos con aval ICO para esta fecha registró un incremento interanual (58,6 %, frente al 81,7 % que registró en diciembre de 2022), la subida de la ratio también se explicó por una reducción en el volumen de préstamos concedidos en esta categoría (-21,8 %; -11,2 % a finales del año pasado), fruto de la progresiva amortización de la cartera⁷.

De igual manera, el peso de los préstamos en vigilancia especial se redujo moderadamente hasta el 6,9 % del crédito al sector privado residente a junio

5 Por ejemplo, con [datos de tipos de interés bancarios](#) del BCE, el grado de trasmisión para el conjunto del área del euro en junio de 2023 era del 43 % para préstamos a empresas y del 13,3 % para préstamos para adquisición de vivienda

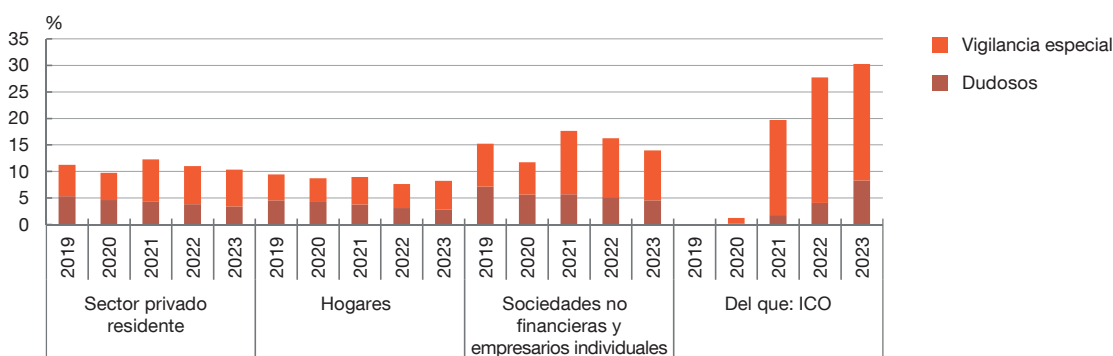
6 Véase, por ejemplo, Banco de España. (2023). [Informe de Estabilidad Financiera, Primavera 2023](#), Gráfico 10 del Recuadro 1.

7 Como referencia, de haberse mantenido constante el volumen de crédito a junio de 2022, la ratio de dudosos habría sido de 6,5 % en lugar de 8,3 %.

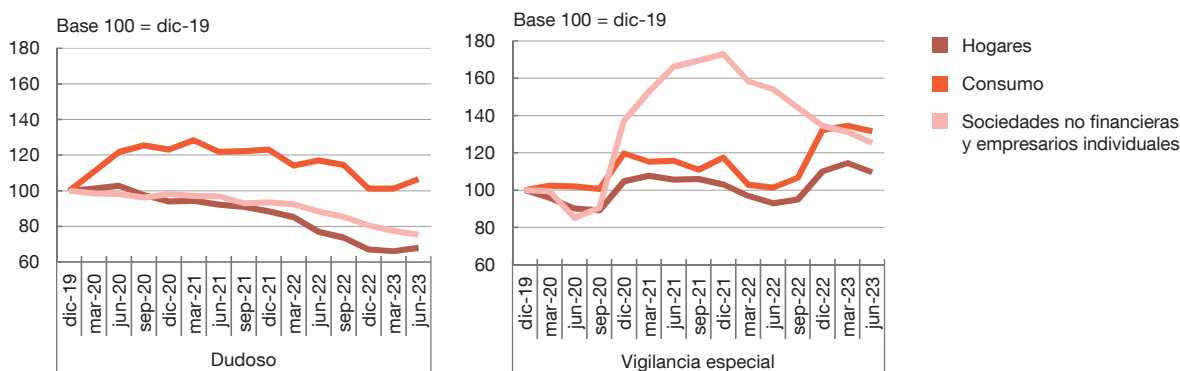
Gráfico 2.4

No se aprecian señales significativas de deterioro de la calidad de crédito, pese a un comportamiento menos favorable en el crédito a hogares

2.4.a Peso del crédito en situación dudosa y en vigilancia especial. Junio de cada año. Negocios en España. DI



2.4.b Volumen de dudoso (izda.) y vigilancia especial (dcha.) Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.



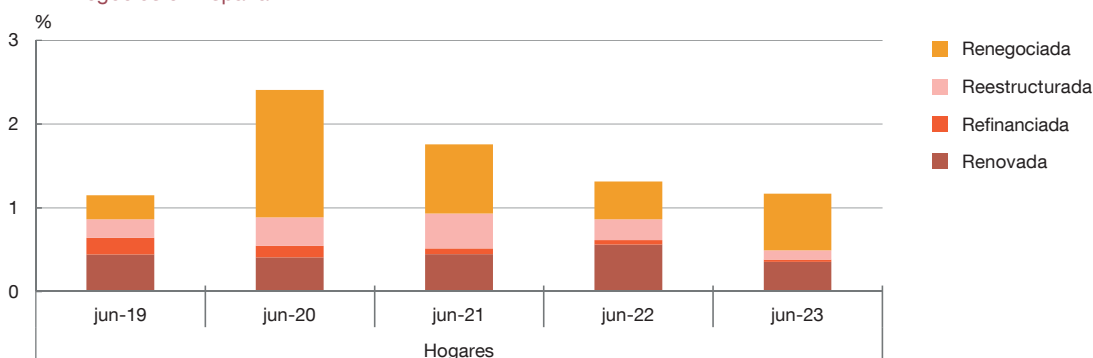
de 2023. Esto supone reducciones respectivas de 0,24 pp y 0,19 pp desde junio y diciembre de 2022; sin embargo, el peso de estos créditos problemáticos aún permanece por encima de su nivel prepandemia (5,9 % en junio de 2019).

La evolución por sector institucional de los préstamos en vigilancia especial ha sido heterogénea en los doce meses hasta junio de 2023, creciendo la proporción de los mismos en el crédito a hogares. Para esta cartera, su peso se incrementó en 0,9 pp en dicho período, situándose en el 5,4 % en junio de 2023. No obstante, su volumen descendió un 4,3 % (2,2 % para el segmento de consumo) en el último trimestre (véase panel derecho del gráfico 2.4.b). Por otro lado, para el sector empresarial no financiero, el peso del crédito en vigilancia especial descendió en 1,7 pp en los últimos doce meses (situándose en el 9,4 % a junio de 2023). Dentro de este sector, el peso de los préstamos en vigilancia especial con aval ICO se redujo en un 1,7 pp interanual (situándose en el 22 % en junio de 2023). Cabe destacar que, al igual que sucede con la ratio de dudosos del segmento ICO, el

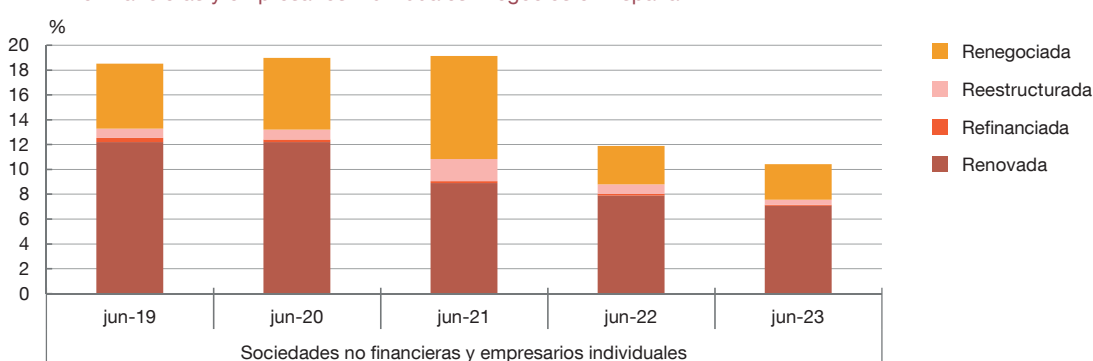
Gráfico 2.5

No se observa un aumento en la modificación de condiciones de los préstamos hasta junio

2.5.a Flujo acumulado a doce meses de renegociaciones, refinanciaciones, reestructuraciones y renovaciones (a). Hogares. Negocios en España. DI



2.5.b Flujo acumulado a doce meses de renegociaciones, refinanciaciones, reestructuraciones y renovaciones (a). Sociedades no financieras y empresarios individuales. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

a Para la construcción del flujo acumulado a doce meses, se toma la suma de los flujos mensuales de julio a junio como porcentaje de la cartera a junio del año previo.

peso de estos créditos problemáticos mantiene niveles altos debido en parte al cierre del programa y a la amortización del conjunto de estos préstamos⁸.

Se aprecia también una ralentización en el volumen de refinanciación, reestructuración y renovación del crédito a hogares, pero un repunte en la renegociación. Con respecto al saldo de préstamos concedidos a los hogares en junio de 2022, un 1,2 % fue renegociado, refinanciado, reestructurado o renovado⁹ entre julio de 2022 y junio de 2023 (véase gráfico 2.5.a). Tal proporción es comparable con la observada antes de la pandemia (1,1 % entre julio de 2018 y junio de 2019); no

8 Como referencia, de haberse mantenido constante el volumen de crédito a junio de 2022, la ratio de vigilancia especial habría sido de 17,2 % en lugar de 22 %.

9 Una operación de refinanciación se concede para facilitar el cumplimiento en una o más operaciones (refinanciadas) con deudores con dificultades financieras; una operación de reestructuración es aquella en la que se modifican las condiciones contractuales para facilitar el pago de la deuda por motivos de dificultad de pago del deudor; una operación renegociada es aquella en la que se modifican las condiciones financieras sin que el prestatario tenga dificultades financieras; una operación renovada es la que se formaliza para sustituir a otra concedida previamente por la entidad sin que el prestatario tenga dificultades financieras.

obstante, destaca el 0,7 % registrado por la renegociación en el último año, por encima de lo observado antes de la pandemia (0,3 %). El incremento en las renegociaciones es consistente con cambios en el tipo de hipoteca (de variable a fijo), apoyados por el contexto reciente de alzas en los tipos de interés, y con el efecto esperado de las medidas del Real Decreto-ley 19/2022, que reducen los costes asociados a esta modificación de condiciones.

Para el crédito concedido al sector empresarial no financiero, se observa también una reducción del flujo de operaciones de modificación de condiciones. El descenso en los doce meses hasta junio de 2023 fue moderado, mientras que es más marcado si se compara con años anteriores (p. ej., 10,4 % en junio de 2023 frente a 11,9 % en junio de 2022 y 18,5 % en junio de 2019; véase gráfico 2.5.b). Asimismo, destaca el menor porcentaje del crédito renovado y renegociado en el último año respecto a lo reportado antes de la pandemia (7,1 % frente a 12,2 % y 2,9 % frente a 5,2 %, respectivamente). Esta significativa desaceleración podría explicarse al menos en parte por los saldos de crédito con aval ICO, que otorgarían a las empresas no financieras cierta protección ante el escenario de mayores tipos de interés, haciendo menos necesario recurrir a las figuras aquí consideradas. El descenso de renovaciones estaría también influido por los incentivos a desapalancarse en un entorno de tipos de interés más elevados.

El saldo de las operaciones refinanciadas o reestructuradas continuó reduciéndose. Respecto a junio de 2022, su peso relativo cayó en 0,8 pp hasta alcanzar el 3,9 % del total del crédito al sector privado residente en junio de 2023, mientras que su volumen retrocedió en un 18,6 %. Respecto a diciembre de 2019, antes de la pandemia, el volumen de estas operaciones se ha contraído en un 21,3 %, continuando así la tendencia decreciente ya observada desde el fin de la crisis financiera global.

Los activos adjudicados también mostraron un descenso al final del primer semestre del año. En junio de 2023 se observaba una reducción de un 18,4 % en términos interanuales, hasta situarse en un nivel equivalente al 1,5 % del total del crédito al sector privado residente a esa fecha. Desde diciembre de 2019, antes de la pandemia, estos activos improductivos han caído en más del 43,4 %, dando continuidad a los retrocesos ya apuntados antes de la crisis sanitaria.

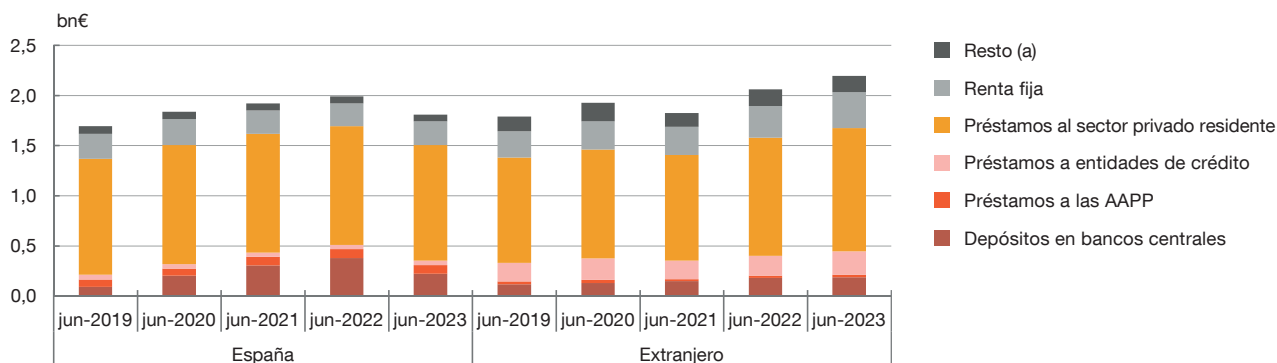
El crecimiento del activo financiero en el extranjero compensó parcialmente la reducción de balance en el negocio en España. El activo total consolidado de las entidades de depósito españolas se situó en junio de 2023 en 4.148 mm de euros, tras haber descendido un 1,2 % respecto a junio del año anterior (véase anejo 1). Los activos financieros¹⁰ en España descendieron un 8,6 % en términos

10 En conjunto, los activos financieros (préstamos, derivados, valores de renta fija y variable, y saldos en efectivo) representaban el 95,3 % del balance de las entidades de depósito en junio de 2023.

Gráfico 2.6

El crecimiento del activo financiero en el extranjero compensa parcialmente la reducción del mismo en España

2.6.a Desglose de la evolución del activo financiero en España y en el extranjero por tipo de activo



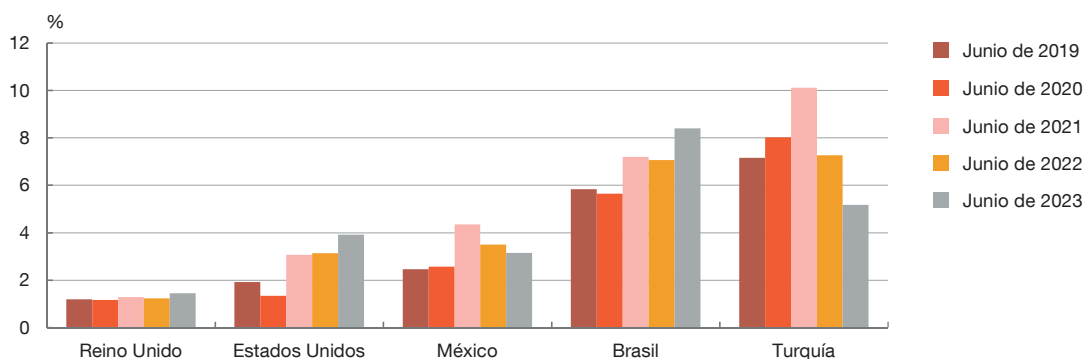
FUENTE: Banco de España.

a La partida «resto» está compuesta por saldos de efectivo, derivados e instrumentos de patrimonio.

Gráfico 2.7

Las ratios de préstamos dudosos evolucionan de forma heterogénea en el negocio en el extranjero

2.7.a Evolución de la ratio de dudosos en los países extranjeros principales para el sector bancario español (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos correspondientes a las carteras de préstamos de las entidades de depósito españolas en países extranjeros de importancia significativa.

interanuales, mientras que aquellos localizados en el negocio en el extranjero, valorados en euros, aumentaron en un 6,4%. En consecuencia, pasaron a representar el 55% del total, 3,8 pp más que en junio de 2022. El grueso del descenso de los activos financieros en España (92%) vino explicado por la reducción de los saldos en bancos centrales (-41,1% en tasa interanual) y en menor medida por el crédito al sector privado residente y a las administraciones públicas (-2,6% y -2,9% en tasa interanual, respectivamente). Por el contrario, los valores de renta fija han aumentado de forma moderada. Por su parte, el incremento de los activos financieros en el exterior fue impulsado por la evolución de los préstamos al sector privado residente, de la renta fija y de los préstamos interbancarios, en un contexto de apreciación del euro que atenuó en parte este crecimiento (véase gráfico 2.6). El

recuadro 2.1 analiza con más detalle los ajustes a nivel consolidado de las tenencias de renta fija en el período reciente.

Las ratios de préstamos dudosos evolucionaron de forma heterogénea en los países en los que las entidades españolas tienen un negocio significativo. En términos interanuales, se incrementaron de manera significativa hasta junio de 2023 en Brasil (1,3 pp hasta el 8,4 %), mientras que esa subida fue menor en Estados Unidos (0,8 pp hasta situarse en el 3,9 %) y en el Reino Unido (0,2 pp hasta el 1,3 %). Por el contrario, las ratios de dudosos descendieron en Turquía (2,1 pp hasta situarse en el 5,1 %) y en México (0,4 pp hasta el 3,2 %), como se puede apreciar en el gráfico 2.7.

Condiciones de liquidez y financiación

La normalización de la política monetaria ha continuado reduciendo el balance del Eurosistema. Desde la fecha de cierre del último informe, el exceso de liquidez¹¹ disminuyó en 412 mm de euros hasta los 3.590 mm de euros (gráfico 2.8.a), continuando así la tendencia iniciada a finales de 2022. Este descenso se debió principalmente a la disminución del volumen de préstamos de política monetaria recibidos por los bancos. Así, a finales de junio, estos devolvieron 506 mm de euros¹² de una de las mayores operaciones TLTRO III otorgada previamente por el Eurosistema¹³ y, a finales de septiembre, devolvieron adicionalmente 101 mm de euros. En cambio, las entidades han aumentado los préstamos recibidos a través de las LTRO a tres meses y de las operaciones principales de financiación a una semana en 5 mm y 6 mm de euros, respectivamente. Por su parte, el saldo de los programas de compras ha comenzado su reducción gradual por un importe de 144 mm de euros hasta los 4.751 mm de euros, respetando así el objetivo de reducirlo a un ritmo medido y predecible¹⁴.

El recurso a la financiación del Eurosistema por parte de las entidades bancarias europeas disminuyó de manera significativa, y fue compensado parcialmente por una reducción de su exceso de liquidez. El mencionado vencimiento de préstamos de política monetaria redujo la financiación precedente

11 El exceso de liquidez se define, en lo que concierne a este informe, como el saldo que los bancos comerciales mantienen en el banco central (en su mayor parte, en la facilidad de depósito).

12 477 mm corresponden al vencimiento de la TLTRO III.4 y 29 mm a amortizaciones anticipadas de otras operaciones TLTRO-III vivas.

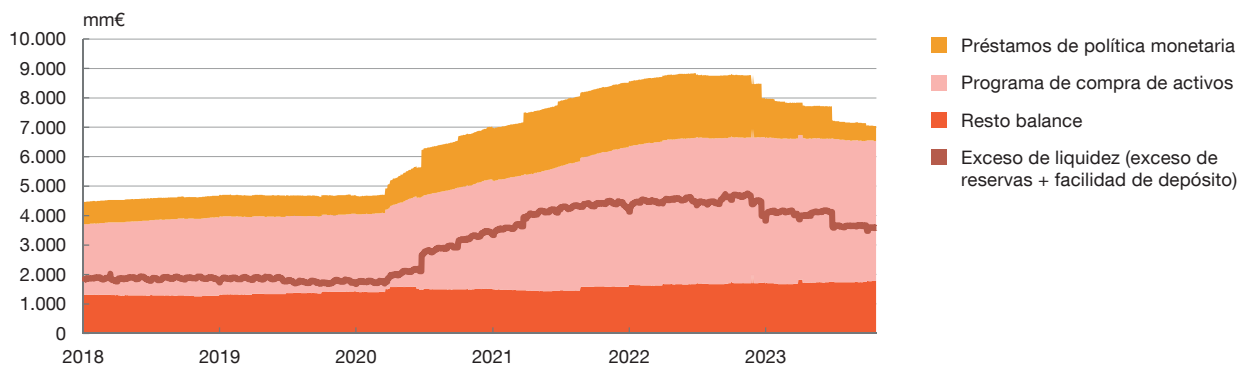
13 En junio de 2020, el Banco Central Europeo (BCE) inyectó 1,3 bn de euros de liquidez (frente a los 371 mm de euros amortizados en las TLTRO II).

14 El Consejo de Gobierno del BCE decidió no reinvertir desde julio los valores que venzan en la cartera de activos de política monetaria de los programas de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés). En cambio, se prevé que las reinversiones de los activos comprados bajo el Programa de Compras de Emergencia para la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) se seguirán produciendo hasta, al menos, finales de 2024.

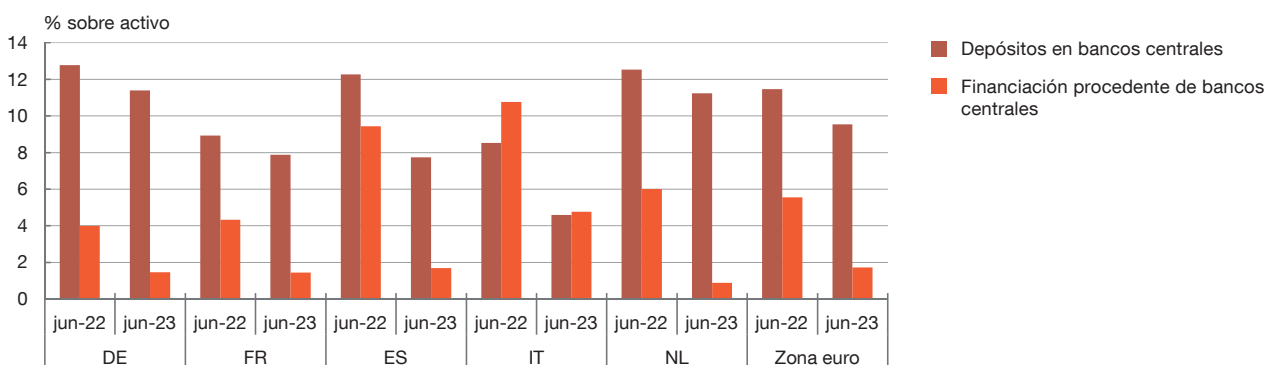
Gráfico 2.8

La normalización de la política monetaria ha reducido la exposición directa al Eurosistema en el balance de los bancos europeos

2.8.a Balance de Eurosistema y exceso de liquidez de las entidades europeas



2.8.b Comparativa de la posición de las entidades europeas con bancos centrales. Instituciones Financieras Monetarias, negocios en la zona del euro (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Los datos recogen los saldos con el BCE y bancos centrales nacionales de las entidades residentes en cada uno de los países, incluyendo filiales y sucursales extranjeras. Parte del exceso de liquidez de Alemania recoge la operativa de entidades extranjeras, que han depositado en el BCE recursos obtenidos por la venta de activos a programas de compras del BCE.

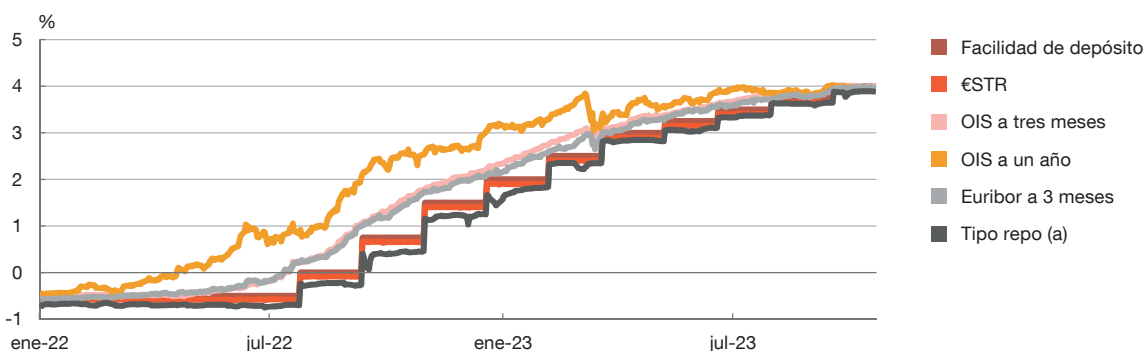
de bancos centrales¹⁵ del conjunto de entidades residentes de la zona euro, que pasó de suponer un 5,5 % de su activo en junio de 2022 al 1,7 % un año después. En el caso de las entidades españolas, que partían de una situación de mayor recurso a la financiación del Eurosistema, con un porcentaje sobre activos del 9,4 % en junio de 2022, la caída fue mayor, alcanzando la media europea en junio de 2023. Esta caída en los niveles de financiación procedente del Eurosistema fue compensada en gran medida con reducciones del exceso de liquidez mantenido por las entidades en forma de depósitos en los bancos centrales. Para el conjunto

15 La financiación procedente de bancos centrales recoge el conjunto de recursos proporcionados por los bancos centrales a las entidades, registrados en el pasivo de estas últimas como «depósitos de bancos centrales», de acuerdo con la terminología de los estados reservados relativos a los requerimientos estadísticos de la Unión Económica y Monetaria.

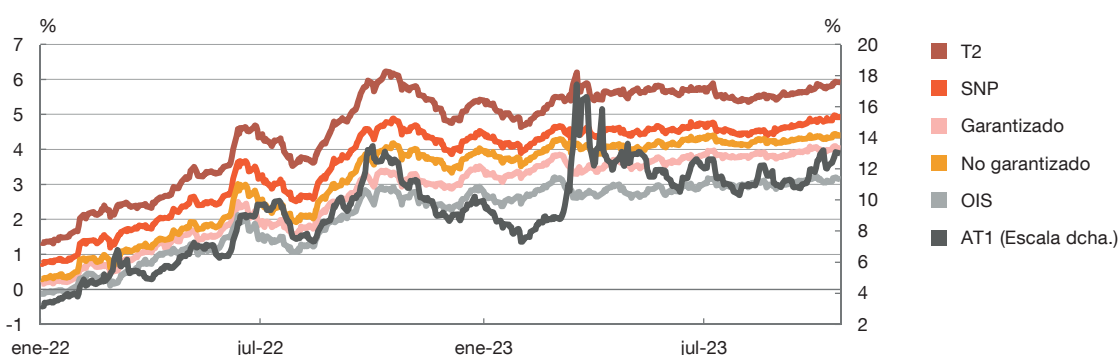
Gráfico 2.9

Los tipos en los mercados monetarios y el coste de la deuda bancaria se incrementaron por las alzas de los tipos de interés oficiales

2.9.a Tipos libres de riesgo



2.9.b Coste de la deuda bancaria mayorista. Mercado secundario. Entidades españolas (b)



FUENTES: Refinitiv, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El tipo repo se calcula como una media ponderada en base al volumen de cada operación emitida en España, Francia, Alemania y Portugal (sólo aquellas a un día cuyo valor efectivo sea superior a un millón de euros y su colateral sea deuda pública)
- b La rentabilidad se obtiene como la media ponderada por volumen del tipo de interés negociado en el mercado secundario para los diferentes tipos de bonos de bancos cotizados españoles. La curva OIS se calcula para el mismo vencimiento medio de la deuda no garantizada del período.

de entidades de la zona euro, estos depósitos redujeron en 2 pp su peso en el activo, hasta el 9,5 % en junio de 2023. En España, la caída fue más notable, pasando de un porcentaje de depósitos en bancos centrales del 12,3 % en junio de 2022 al 7,7 % un año más tarde (véase gráfico 2.8.b).

Los tipos de los mercados monetarios han respondido a las alzas de los tipos de interés oficiales. Los tipos de interés más relevantes de los mercados monetarios, como el €STR (para las operaciones no garantizadas) y el euríbor (para el mercado interbancario e hipotecario), y los tipos de interés del mercado garantizado (repo) han seguido una tendencia acorde con las cuatro subidas de 25 pb de los tipos oficiales decididas por el BCE desde mayo (gráfico 2.9.a).

Cabe destacar también que la elevada amortización de las TLTRO no parece haber provocado movimientos relevantes en los tipos de los mercados monetarios ni

dificultado el correcto funcionamiento del mercado repo. De hecho, tras los problemas de escasez de colateral que preocupaban al mercado repo a principios de año, este ha funcionado sin fricciones importantes durante 2023, a lo que ha contribuido el aumento de las emisiones de deuda pública y el colateral liberado producto de la amortización de los préstamos recibidos bajo el TLTRO III.

El coste de financiación de los bancos españoles en el mercado secundario también se ha mantenido relativamente estable en el período transcurrido de 2023. En el primer trimestre del año, la incertidumbre en los mercados financieros originada por los colapsos de Silicon Valley Bank (SVB) y Credit Suisse generó un incremento en la rentabilidad exigida¹⁶ para los instrumentos emitidos para cumplir requerimientos regulatorios, especialmente para los AT1. No obstante, la actuación coordinada de los bancos centrales y las autoridades de supervisión permitió una salida rápida de la crisis y con ella un descenso de los costes, que volvieron de forma general a niveles próximos a los existentes con anterioridad, excepto en el caso de los AT1 (véase gráfico 2.9.b).

Las emisiones de deuda del sector bancario español siguieron creciendo durante la primera mitad del año, impulsadas por la mejora de las cotizaciones bursátiles y por la elevada demanda inversora. Las entidades españolas emitieron un 75 % más durante el primer semestre de 2023 respecto al mismo período de 2022, aprovechando unas condiciones de financiación previsiblemente más favorables que en los próximos trimestres. Por un lado, se mantuvo el elevado volumen de las emisiones de deuda sénior (en sus dos segmentos: garantizado y no garantizado), lo que permitió reemplazar en parte la financiación amortizada de las TLTRO III (véase gráfico 2.10). Por otro lado, a diferencia de en 2022, las entidades emitieron deuda subordinada (Tier 2 y AT1) en los primeros meses de 2023, aprovechando la mayor demanda de activos con riesgo. Estas emisiones se detuvieron abruptamente en marzo, debido a la mayor incertidumbre vinculada a la crisis de Credit Suisse¹⁷, SVB y otras entidades estadounidenses. No obstante, la emisión de deuda Tier 2 se restauró a partir de mayo, favorecida por una elevada demanda de instrumentos de mayor riesgo en un contexto de menor volatilidad¹⁸, lo que facilitó también la posterior reapertura del mercado de AT1.

16 El coste de financiación de la deuda bancaria en el mercado secundario, esto es, la rentabilidad exigida por el inversor, permite aproximar el tipo de interés requerido para que las entidades obtengan financiación mediante cada tipo de instrumento. Este se obtiene como el tipo de interés negociado en el mercado secundario para cada uno de los instrumentos de deuda de los bancos españoles cotizados

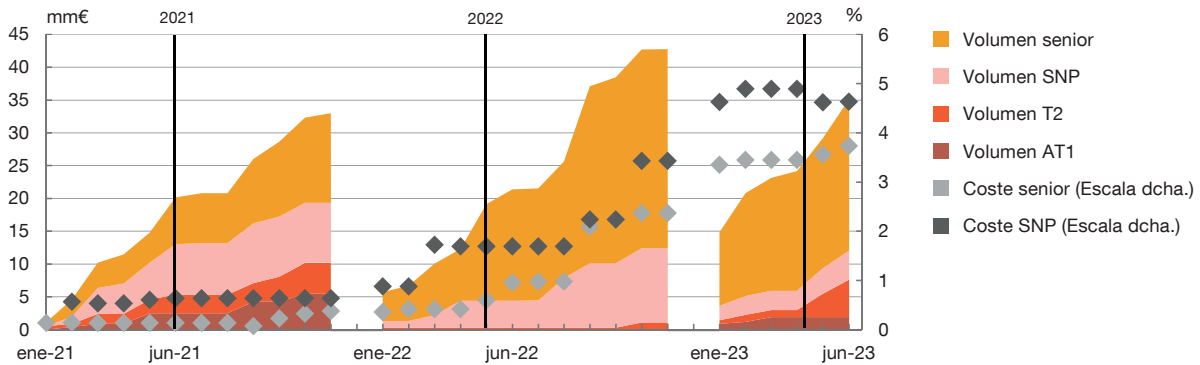
17 En esta fecha, las autoridades suizas decidieron proteger a los accionistas a expensas de los inversores en AT1, modificando la jerarquía de asunción de pérdidas.

18 El 19 de marzo, una declaración conjunta del BCE, la Junta Única de Resolución (JUR) y la EBA clarificó que en la UE «los instrumentos de capital ordinario son los primeros en absorber pérdidas, y solo después de su uso total se exigiría la amortización de los instrumentos de nivel 1 adicional (AT1)», tras lo que añadían que «Este enfoque se ha aplicado sistemáticamente en casos anteriores y seguirá guiando las acciones de la JUR y la supervisión bancaria del BCE en las intervenciones de crisis» y que «El nivel 1 adicional es y seguirá siendo un componente importante de la estructura de capital de los bancos europeos».

Gráfico 2.10

Las emisiones de deuda del sector bancario han continuado creciendo apoyadas por la elevada demanda inversora

2.10.a Volumen (acumulado anual) y coste de emisiones en mercado primario (a)



FUENTES: Dealogic y Banco de España.

a Se muestra el volumen acumulado mensualmente de emisiones a lo largo de cada ejercicio. Se calcula el coste de las emisiones en mercado primario para bonos emitidos en euros como la media ponderada por volumen en cada período del año. No se incluye el coste en primario de las emisiones de Tier 2 y AT1, debido al bajo volumen de emisiones en 2022.

Las entidades más grandes aumentaron sus emisiones de instrumentos calificados como *senior non-preferred* (SNP). Esto les facilitará hacer frente al cumplimiento pleno de las exigencias derivadas del *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (MREL) tras el fin del período transitorio el 1 de enero de 2024.

Los costes de emisión de los bancos españoles durante el año 2023 han registrado subidas adicionales, aunque reducidas en relación con 2022. Esta estabilidad en los costes de emisión bancaria se ha visto favorecida por los buenos resultados obtenidos por los bancos en los dos primeros trimestres de 2023 y por la reducida volatilidad y aversión al riesgo en los mercados, una vez superada la crisis bancaria de marzo (gráfico 2.10).

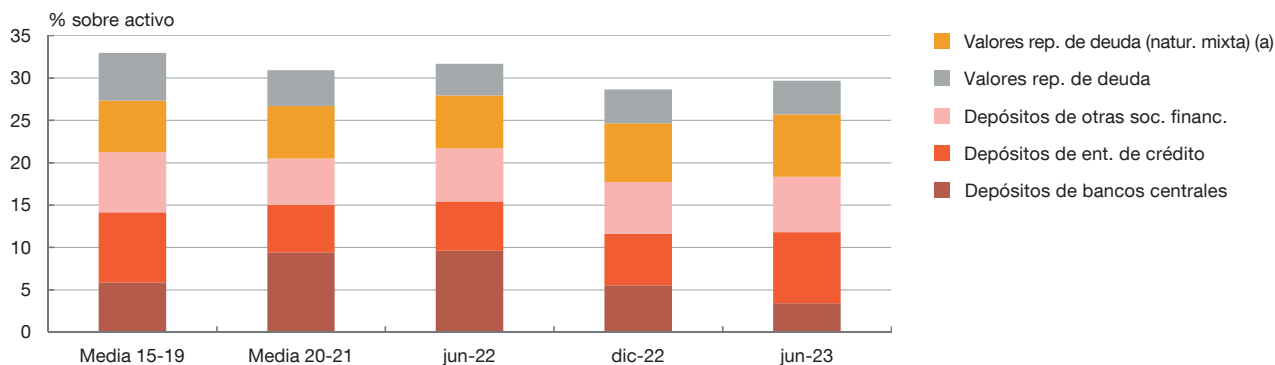
La reducción de la financiación procedente de bancos centrales experimentada por las entidades españolas fue también compensada por un mayor recurso a la financiación interbancaria. A nivel consolidado, el proceso de normalización monetaria redujo el peso de la financiación de bancos centrales sobre el total activo en 6,2 pp entre junio de 2022 y junio de 2023. En el mismo período, los depósitos de entidades de crédito incrementaron su participación en 2,6 pp, mientras que los valores representativos de deuda lo hicieron en 1,4 pp. Estos avances no lograron compensar la caída en los préstamos de política monetaria, por lo que el peso de la financiación mayorista pasó de representar un 31,7% del activo en junio de 2022 a un 29,7% en junio de 2023, por debajo de los valores medios del período 2015-2019 (véase gráfico 2.11).

En este contexto, el coste del pasivo bancario se incrementó notablemente en la primera mitad de 2023 hasta el 2,3% del total pasivo, 1,5 pp más que en el

Gráfico 2.11

La menor financiación procedente del Eurosistema ha conducido a un mayor uso no solo de la emisión de deuda sino también del mercado interbancario

2.11.a Depósitos del sector financiero y valores representativos de deuda emitidos. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

a Valores representativos de deuda emitidos, convertibles y no convertibles, distintos de los certificados de depósito, bonos garantizados y contratos híbridos con derivados implícitos.

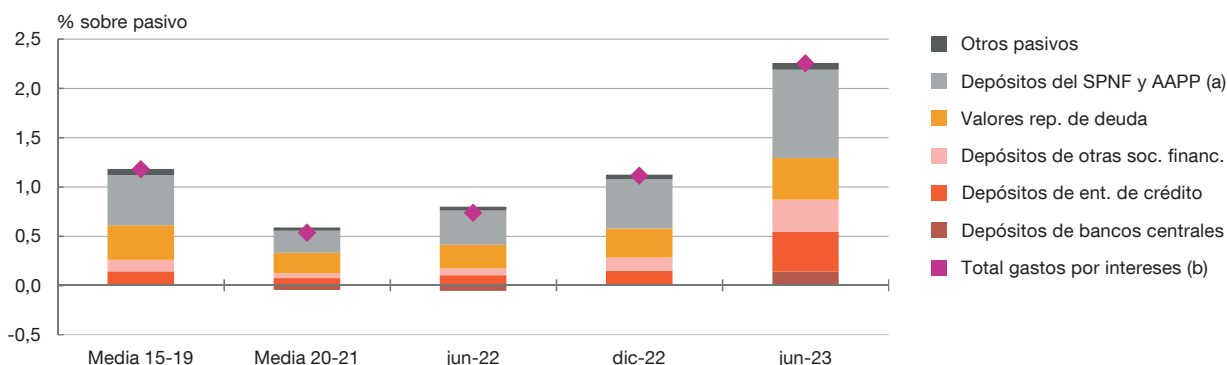
mismo período de 2022. El incremento de los tipos de interés de la política monetaria ha provocado un incremento progresivo del coste de las distintas fuentes de financiación bancaria desde diciembre de 2021, pasando a representar, en junio de 2023 y en términos anualizados, un 2,3 % del pasivo consolidado de las entidades, frente al 0,7 % que estos gastos representaron en el primer semestre de 2022. La remuneración de los depósitos minoristas suponía, en junio de 2023, el 40 % del coste total de financiación de las entidades debido a su posición preponderante en la financiación bancaria, y a pesar de que el coste medio de los mismos se mantiene todavía en niveles reducidos. El coste de los depósitos interbancarios y de otras sociedades financieras también se incrementó notablemente, al igual que el coste de la financiación procedente de bancos centrales, que aumentó a pesar de su significativa caída en términos de volumen (véase gráfico 2.12).

Los depósitos de hogares y sociedades no financieras crecieron a nivel consolidado, pero se redujeron en los negocios en España. La actividad internacional de las entidades españolas permitió sostener el crecimiento de los depósitos de estos agentes, aunque a una tasa significativamente menor que en años precedentes (1,3 % interanual en junio de 2023 frente a un 6,8 % un año antes). De esta forma, la ratio de préstamos sobre depósitos en términos consolidados se mantuvo en el 100,7 %, nivel muy similar al de junio de 2022. En los negocios en España, los depósitos de hogares y sociedades no financieras se redujeron en un 0,4 % y un 3,2 %, respectivamente, y un 1 % en términos agregados, poniendo fin a la tendencia creciente de los últimos años. A pesar de esta caída, la ratio de préstamos sobre depósitos en los negocios en España solo se redujo en 1 pp, hasta el 85,3 %, debido a la mayor contracción del crédito (véase gráfico 2.13).

Gráfico 2.12

El coste medio del pasivo se incrementó significativamente en el primer semestre de 2023

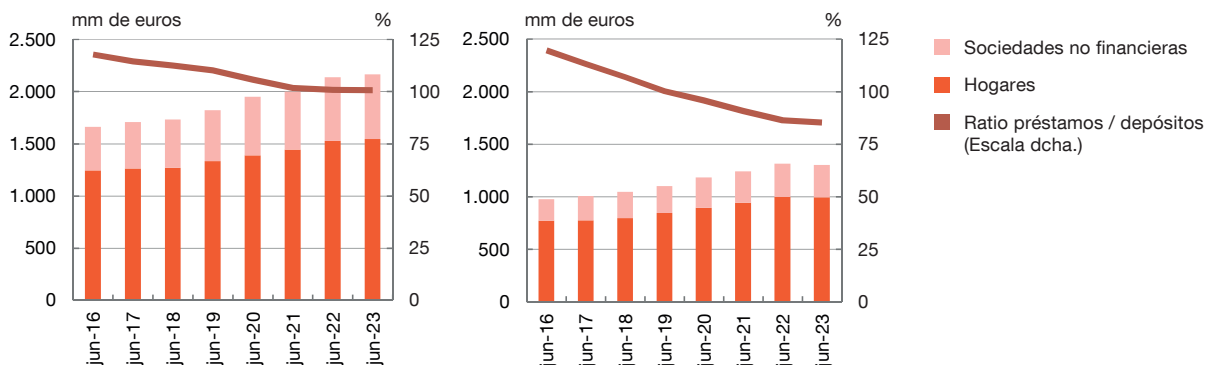
2.12.a Gastos por intereses de la financiación. Datos anualizados a nivel consolidado



FUENTE: Banco de España.

- a Depósitos del sector privado no financiero y Administraciones Públicas.
b Excluye gastos asociados a derivados por coberturas de tipos de interés.

Gráfico 2.13

Los depósitos de hogares y sociedades no financieras disminuyeron en España2.13.a Volumen de depósitos de hogares y sociedades no financieras y evolución de la ratio préstamos/depósitos (a)
Datos consolidados a nivel global (izq.) e individuales de negocios en España (dcha.)

FUENTE: Banco de España.

- a La ratio de préstamos/depósitos considera créditos y depósitos de sociedades no financieras y hogares.



En el primer semestre de 2023 se intensificó la transmisión del incremento en los tipos de interés de referencia a los depósitos a plazo de hogares y sociedades no financieras en España. La traslación del incremento acumulado del euríbor a doce meses fue especialmente notable en el caso de la remuneración de los depósitos a plazo de empresas no financieras, cuyo *pass-through*¹⁹ alcanzó

19 La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés aplicado en operaciones de depósito y la variación del euríbor a doce meses en el período considerado.

Gráfico 2.14

El endurecimiento de la política monetaria se trasladó en mayor medida al coste de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en el primer semestre

2.14.a Traslación del incremento del euríbor a los tipos de interés de los depósitos (a)



FUENTE: Banco de España.

a La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés de los depósitos bancarios y la variación del euríbor a doce meses en el período considerado. La proyección de la evolución de los tipos de interés de los depósitos bancarios se ha llevado a cabo mediante un modelo SVAR estructural multivariante estimado con información proveniente de los estados sobre tipos de interés reportados al BCE.



el 41 % en junio de 2023, frente al 16,3 % observado seis meses antes. En el caso de los depósitos a plazo de hogares, la traslación se situó en el 23,1 %, frente a apenas un 4 % en diciembre de 2022. La remuneración de los depósitos a la vista se mantuvo en niveles muy reducidos, con niveles de traslación del 2,3 % y el 7,8 % para las carteras de hogares y empresas, respectivamente. Los niveles de traslación alcanzados siguen siendo menores a lo esperado de acuerdo con la experiencia histórica²⁰, y comparativamente reducidos en relación a lo observado en el conjunto del área del euro²¹. No obstante, el incremento de la remuneración media de la cartera de depósitos podría seguir aumentando en los próximos meses, dada la reducción y el encarecimiento de la financiación procedente del Eurosistema (véase gráfico 2.14).

Los diferenciales de rentabilidad entre los depósitos a la vista y a plazo han dado lugar a una cierta recomposición entre estas fuentes de financiación, si bien la mayor parte de los depósitos se mantiene en cuentas a la vista. En junio de 2023, los depósitos a plazo de hogares y empresas se incrementaron en un

20 Entre los factores que podrían explicar la menor traslación observada en el episodio de subida actual frente a otros episodios históricos se encuentran un nivel de partida negativo del euríbor, el exceso de liquidez del sistema, características específicas de las entidades y la estructura de mercado del conjunto del sector. Para un mayor detalle sobre el efecto de estos factores, véase Alejandro Ferrer, Gergely Ganics, Ana Molina y José María Serena. (2023). «The EURIBOR surge and bank deposit costs: An investigation of interest rate pass-through and deposit portfolio rebalancing». *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44, pp. 9-38; Banco de España. (2023). *Informe Anual 2022*, pp. 178-179 y 185-188, y BCE. (2023). *Financial Stability Review*, Box 4.

21 Por ejemplo, con datos de tipos de interés bancarios del BCE, el grado de trasmisión para el conjunto del área del euro en junio de 2023 era de en torno al 24 % para el conjunto de depósitos de empresas y del 8 % para los depósitos de hogares, mientras que en España estos valores se situaron en un 15 % y un 4 % respectivamente.

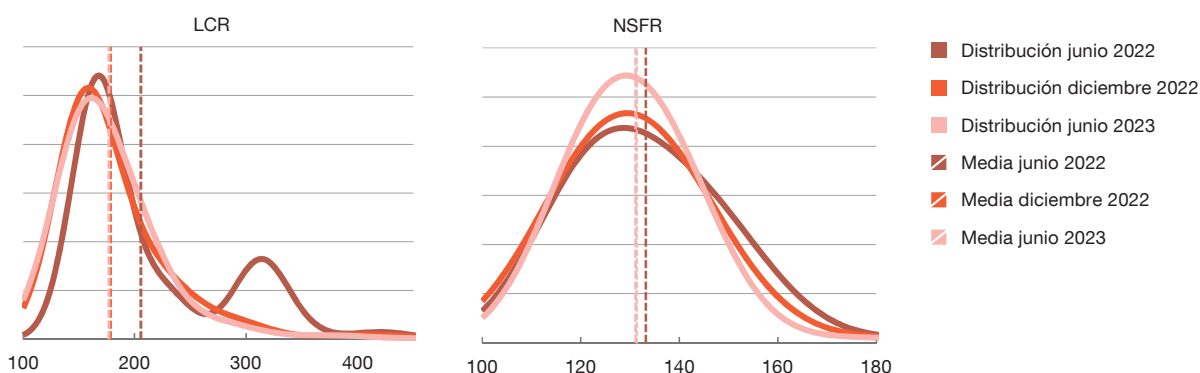
55,6 % en términos interanuales, en detrimento de los depósitos a la vista, que se redujeron en un 5,1 %. A pesar de ello, los depósitos a la vista seguían suponiendo un 89,6 % del total, en contraste con los niveles de en torno al 45 % observados en los primeros años de la crisis financiera global.

El vencimiento de un volumen importante de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO) y la revisión a la baja de la valoración de los instrumentos de deuda han reducido los colchones de liquidez de las entidades españolas, pero aún mantienen una considerable holgura. La ratio de cobertura de liquidez²² (LCR, por sus siglas en inglés) media del conjunto de entidades españolas se situó en el 176,9 % en junio de 2023, nivel similar al de diciembre de 2022 pero inferior al 205,6 % alcanzado un año antes, aunque todavía muy por encima del mínimo regulatorio exigido (100 %). Por su parte, la ratio de financiación estable neta²³ (NSFR, por sus siglas en inglés) —que mide la capacidad de financiación a más largo plazo— se mantuvo estable, alcanzando un 131,1 % en junio de 2023, frente al 133,2 % de junio de 2022, y presentando también una posición de amplia holgura frente al umbral del 100 % mínimo requerido. El análisis de la distribución entre entidades de estas

Gráfico 2.15

Las entidades españolas mantienen una posición de liquidez holgada

2.15.a Evolución de la distribución de las ratios LCR y NSFR (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los gráficos muestran las funciones de densidad de las ratios LCR y NSFR para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el volumen de activos de cada una de ellas. Dichas funciones de densidad se aproximan mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la misma, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de la función. Las líneas verticales muestran las ratios LCR y NSFR medias del conjunto del sistema bancario español en cada una de las fechas consideradas.

- 22 La ratio de cobertura de liquidez mide la disponibilidad de activos líquidos suficientes para hacer frente a salidas elevadas de fondos en el corto plazo. Se define como el cociente entre los activos líquidos libres de cargas de una entidad y las salidas netas de liquidez que podrían producirse a lo largo de un escenario de tensión de 30 días naturales. Un nivel por encima del 100 % indica que la entidad posee activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión.
- 23 La ratio de financiación estable neta considera la disponibilidad de fondos por parte de las entidades para financiar su actividad en el horizonte de un año. Se define como el cociente entre el importe de la financiación estable disponible de una entidad y el importe de su financiación estable requerida para un período de un año. Un nivel por encima del 100 % indica que la entidad posee financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión.

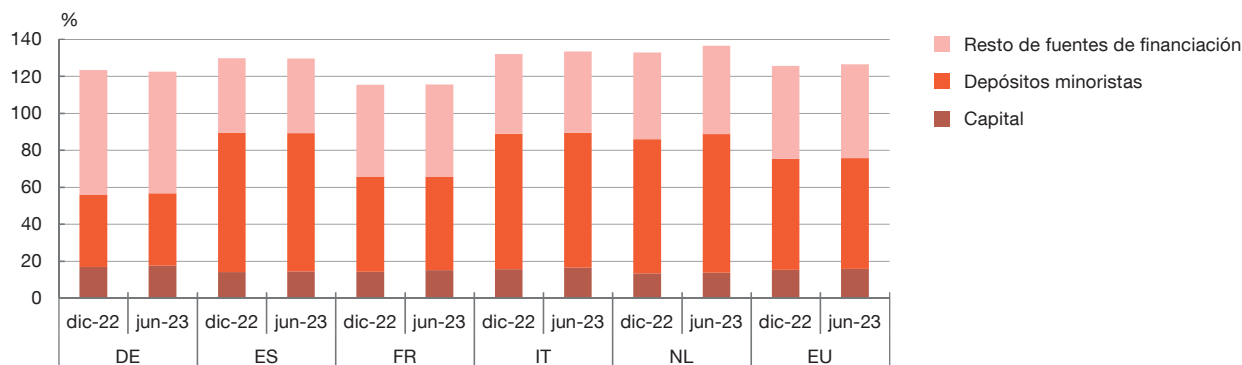
Gráfico 2.16

Las ratios de liquidez de las principales entidades europeas se situaron también ampliamente por encima del mínimo regulatorio

2.16.a Ratio de cobertura de liquidez y composición de los activos líquidos (a)



2.16.b Ratio de financiación estable neta y composición de las fuentes de financiación estable



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Las barras grises indican la LCR media de diciembre de 2020 y diciembre de 2021. En este período los datos de la EBA no proporcionan la composición por diferentes tipologías de activos líquidos.
- b De acuerdo a la definición de la EBA, esta categoría incluye, entre otros, activos de bancos centrales, de administraciones regionales o autoridades locales y bonos garantizados de calidad sumamente elevada de nivel 1.

ratios muestra para ambas un desplazamiento desde la cola superior en junio de 2022 hacia valores inferiores en junio de este año (véase gráfico 2.15).

La LCR de las principales entidades europeas se mantuvo también en niveles holgados en los primeros meses de 2023, aunque con diferencias entre jurisdicciones en la composición de los activos líquidos. De acuerdo con los datos de la EBA, la ratio LCR para el agregado de entidades europeas se situó en el 159,9% en junio de 2023, nivel ligeramente inferior al alcanzado en diciembre de 2022 (164,6%), sin que ninguna de las principales jurisdicciones se situara por debajo del 145% (véase gráfico 2.16.a). En relación con la composición de los activos líquidos que permitirían a las entidades hacer frente a estas salidas, la caja y las reservas mantenidas en bancos centrales suponen la principal fuente de liquidez en el agregado europeo y posibilitarían cubrir el 95,6% de las salidas netas consideradas en la ratio LCR, seguidas de los activos de gobiernos centrales y otros

activos de nivel 1, que cubrirían, respectivamente, un 31 % y un 27,4 % adicionales de las salidas netas, con lo que hay un excedente de liquidez notable sobre el total del importe de estas. Las principales entidades españolas muestran una composición algo más homogénea de las distintas fuentes de liquidez, también con la caja y las reservas a la cabeza (85,3 %), seguidas de los activos de gobiernos centrales (52,6 %) y de otros activos de nivel 1²⁴ (27,4 %).

La ratio NSFR de las principales entidades europeas permaneció en los mismos niveles que en trimestres previos, con los depósitos minoristas como principal fuente de financiación estable. La ratio NSFR agregada de las principales entidades europeas se mantuvo en el 126 % en junio de 2023, mismo nivel que el alcanzado en diciembre de 2022. Los depósitos minoristas destacan como la principal fuente de financiación estable de las entidades europeas, permitiendo cubrir el 59,9 % de la financiación estable requerida en el horizonte de un año. En el caso de las entidades españolas, este porcentaje alcanzó el 74,8 % en junio de 2023, situándose —junto con los Países Bajos— a la cabeza de las principales jurisdicciones europeas (véase gráfico 2.16.b).

2.1.2 Rentabilidad y solvencia

Rentabilidad

El resultado neto consolidado de las entidades bancarias españolas en el primer semestre de 2023 aumentó un 25 % en comparación con el mismo período del año anterior, impulsado fundamentalmente por el buen comportamiento del margen de intereses (véase anejo 2). Excluyendo el pago del gravamen extraordinario a la banca, así como otros resultados extraordinarios de ambos ejercicios²⁵, el crecimiento interanual habría ascendido al 33 %. El pago del gravamen extraordinario temporal sobre los resultados del sector bancario a satisfacer por las entidades en 2023²⁶ ya se encontraba completamente contabilizado

24 Esta categoría incluye todos los activos de nivel 1 distintos de monedas y billetes, reservas en bancos centrales que puedan ser retiradas y activos de administraciones centrales. En particular, entre los activos incluidos en esta categoría se encuentran los activos de bancos centrales, los activos de administraciones regionales y de autoridades locales y los bonos garantizados de calidad sumamente elevada de nivel 1.

25 En el primer semestre de 2022 se registraron resultados extraordinarios negativos debido a la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros). En el primer semestre de 2023 las entidades contabilizaron la totalidad del gravamen extraordinario temporal a la banca a satisfacer en el ejercicio 2023, estimado en 1,3 mm de euros según la *nota de prensa* publicada por el Ministerio de Hacienda el 21 de febrero de 2023.

26 De acuerdo con la normativa de este gravamen, las obligaciones de pago de 2023 se calculan, para cada grupo de consolidación fiscal para propósitos del impuesto de sociedades en España, como el 4,8 % del margen de intereses y de ingresos y gastos por comisiones en 2022. El pago debe completarse en el mes de septiembre de 2023, con un pago anticipado del 50 % de su cuantía en el mes de febrero. Extrapolando al conjunto del ejercicio la información proporcionada por el Ministerio de Hacienda referente al pago de febrero, el importe del gravamen a satisfacer en 2023 ascendería a 1.274 millones de euros. Las obligaciones de pago de 2024 operarán de la misma manera sobre la base de los resultados de 2023.

en junio de 2023 como «otros resultados de explotación». Este importe supone un 8,2 % del resultado neto obtenido por el conjunto de entidades españolas, a nivel consolidado, en el primer semestre de 2023 (un 4,1 % del resultado en términos anualizados).

La mejora del resultado neto propició un incremento en la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés), que aumentó hasta el 0,8 %, frente al 0,6 % alcanzado en junio de 2022, mientras que la rentabilidad sobre fondos propios (ROE, por sus siglas en inglés) se situó en el 12,1 %, 2,1 pp superior a la de un año antes. El nivel de rentabilidad alcanzado de forma agregada por el conjunto de entidades de depósito españolas se elevó holgadamente por encima de su coste de capital (COE, por sus siglas en inglés), que se situaría en torno a un 6,5 % en el primer semestre del año²⁷. La inclusión de una mayor prima de compensación por la inflación en el COE podría elevar su nivel hasta el 8,5 %, todavía claramente por debajo del nivel del ROE. Sin el impacto del gravamen y los resultados extraordinarios antes mencionados, el ROA se incrementaría en 6 pb en junio de 2023, y en 1 pb en junio de 2022, mientras que el ROE alcanzaría el 13,1 % (3 pp más que en el primer semestre del año pasado) (véase gráfico 2.17.a).

Los resultados ordinarios del negocio en el extranjero de las principales entidades con presencia internacional se incrementaron en un 10,8 % interanual en el primer semestre de 2023. El beneficio creció de forma muy significativa en México (44,7 %), elevando su participación en el resultado global de estas entidades hasta un 35,1 %, 7,3 pp más que un año antes (véase gráfico 2.17.b). Estos resultados, junto con los avances en Reino Unido y Turquía, permitieron a las entidades compensar las caídas experimentadas en el negocio en Brasil (-39,7 %) y Estados Unidos (-38,8 %).

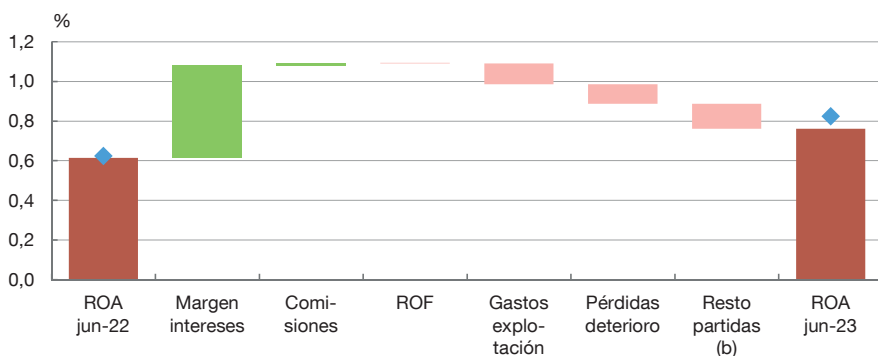
El coste del capital de los bancos españoles ha repuntado muy ligeramente desde principios de 2023, pero el crecimiento del ROE ha sido muy superior. La subida del tipo real libre de riesgo desde principios de 2022 ha sido más que compensada por descensos de la prima de riesgo del mercado bursátil y de la prima diferencial de los bancos españoles, lo que ha llevado a un descenso del COE de cerca de 2,2 pp desde diciembre de 2021, con un repunte de solo 0,2 pp desde diciembre de 2022 (véase gráfico 2.18). Este descenso del COE contrasta con el ya comentado incremento del ROE, de 2 pp en 2023 (descontando resultados extraordinarios, el ROE ya aumenta de forma clara desde principios de 2022).

27 El coste de capital es una magnitud no observada, y su estimación puede variar de manera importante según el modelo utilizado. Estas estimaciones del COE presentan una cierta incertidumbre, pero incluso teniendo eso en cuenta, el ROE de situaría en la parte alta de la banda de confianza. Véase Luis Fernández Lafuerza y Javier Mencía. (2021). «Estimating the cost of equity for financial institutions», *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 40, pp. 49-66.

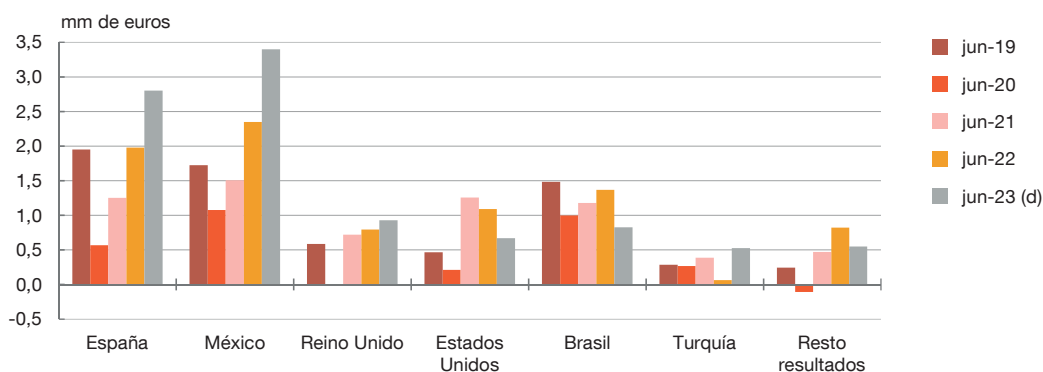
Gráfico 2.17

El resultado consolidado creció un 25 % en el primer semestre de 2023 gracias a la fortaleza del margen de interés y, de forma destacada, a la solidez del negocio en México y en España

2.17.a Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



2.17.b Distribución geográfica del resultado ordinario atribuido a la entidad dominante de las entidades con actividad internacional más significativa (c). Datos consolidados



FUENTES: Banco de España e informes financieros de las entidades.

- a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2023 respecto a junio de 2022. Los rombos azules muestran el ROA excluyendo un resultado extraordinario en junio de 2022 derivado de la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros) y el impacto del gravamen temporal a la banca de 2023 en junio de 2023 (-1,3 mm de euros).
- b Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios y el gravamen temporal a la banca referidos en la nota anterior.
- c De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a las tres en las que esta es de más importancia y más extendida en el tiempo, y la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en el período considerado. La categoría «Resto de resultados» incluye los resultados en el resto de países y de los centros corporativos de las entidades.
- d A junio de 2023 el beneficio ordinario atribuido presentaba la siguiente distribución entre geografías, de mayor a menor importancia: México (35 %), España (29 %), Reino Unido (10 %), Brasil (8 %), Estados Unidos (7 %), Turquía (5 %) y resto de resultados (6 %).

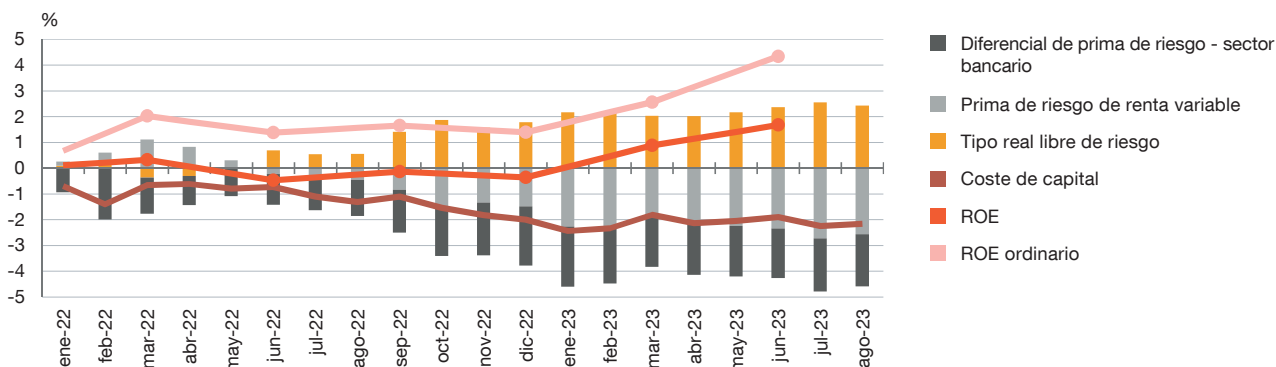


El actual contexto de aumento de los tipos de interés de la política monetaria propició un crecimiento interanual del 27 % del margen de intereses de las entidades a nivel consolidado en la primera mitad de 2023. La mejora en el margen de intereses, algo mayor en los negocios en España que en el resto de geografías, se debió fundamentalmente al efecto precio derivado de la subida de tipos de interés, que por ahora se ha trasladado en mayor medida a los tipos de mercado de activo que a los de pasivo (véase gráfico 2.19). El crecimiento del crédito en el extranjero favoreció también, aunque de forma mucho más modesta que en años precedentes, la mejora del margen de intereses a nivel consolidado, mientras que el efecto cantidad fue negativo en el negocio en España debido a la contracción de la

Gráfico 2.18

La moderación de las primas de riesgo ha permitido una reducción del coste de capital

2.18.a Variación en el coste de capital, sus componentes, y del ROE desde diciembre de 2021 (a)



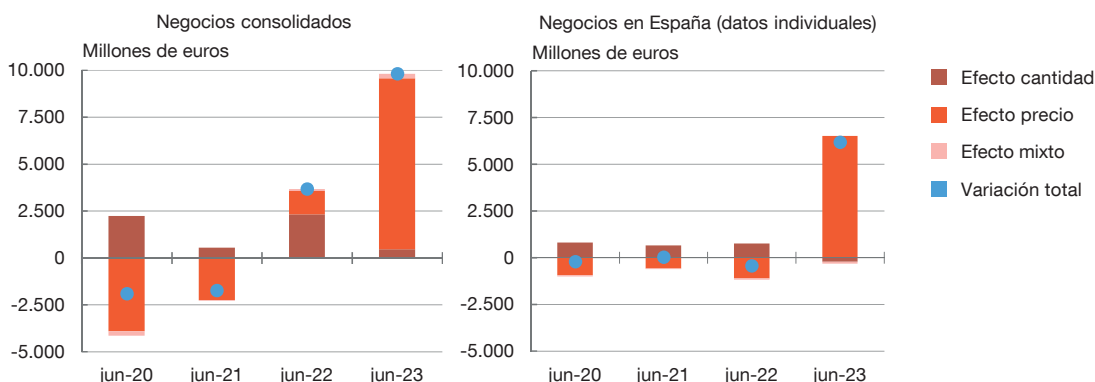
FUENTES: Banco de España, Datastream y Consensus Economics.

a Se muestra los cambios en el ROE, el coste del capital y sus componentes respecto a diciembre de 2021. El coste de capital bancario se estima en base a un modelo de descuento de dividendos, véase L. Fernández Lafuerza y J. Mencía (2020) «La evolución reciente del coste de capital bancario europeo». Boletín Económico - Banco de España, 4/2020 Artículos Analíticos. El nivel del coste de capital se descompone en componentes de tipo real libre de riesgo, prima de riesgo del mercado bursátil europeo y diferencial de riesgo bancario (producto de beta del mercado bursátil bancario español menos uno por la prima de riesgo del mercado bursátil europeo). Como tipo real libre de riesgo se usa el tipo del bono del gobierno francés indexado a la inflación.

Gráfico 2.19

El aumento de los márgenes unitarios impulsa el margen de intereses

2.19.a Composición de la variación del margen de intereses (a)



FUENTE: Banco de España.

a El efecto cantidad se calcula como el producto de la variación de la inversión (en el caso de los ingresos) o de la financiación (en el caso de los gastos) por la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o el coste (en el caso de los gastos) mantenidos constantes en los valores del período inicial. Asimismo, el efecto precio se calcula como el producto de la variación de la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o del coste (en el caso de los gastos) por la inversión (en el caso de los ingresos) o la financiación (en el caso de los gastos) mantenidas constantes en los valores del período inicial. El efecto mixto es un residuo calculado como diferencia de la variación total con la suma de los efectos precio y cantidad. Los efectos sobre el margen de intereses se calculan como la diferencia de los efectos sobre ingresos por intereses y gastos por intereses.

actividad crediticia. El incremento de los tipos de interés supone un aumento de los ingresos derivados de los depósitos mantenidos en bancos centrales. Así, estos suponían, en términos anualizados a nivel consolidado, en torno a 28 pb de ROA en junio de 2023, frente a 9 pb doce meses antes.

El margen de intereses podría mostrar un peor comportamiento en los próximos trimestres. Una intensificación de la caída del crédito en España y un peor comportamiento también a escala global auspiciado por la desaceleración económica podrían dar lugar a un efecto cantidad más negativo, a la vez que la contribución del efecto precio podría reducirse a medida que siga avanzando la traslación de la subida de los tipos de interés a los depósitos bancarios. Adicionalmente, la fijación por parte del BCE de un tipo del 0 % para la remuneración de las reservas mínimas mantenidas por las entidades²⁸ supondría, a partir del cuarto trimestre de 2023, un elemento de presión adicional sobre su margen de intereses, que podría verse reducido en torno a 560 millones de euros al año, con un impacto sobre el ROA de algo más de 1 pb.

El margen de explotación consolidado creció un 23 % en la primera mitad de 2023 respecto al mismo período de 2022 gracias al buen comportamiento del margen de intereses, a pesar del notable incremento de los costes de explotación en un entorno de elevada inflación. Así, estos últimos crecieron un 9,1 % interanual. Las comisiones netas también contribuyeron positivamente —aunque de forma más modesta— a la generación del margen bruto, con un avance del 2,6 % interanual, mientras que el resultado por operaciones financieras cayó un 1 %.

Las pérdidas brutas por riesgo operacional se incrementaron hasta el final del primer semestre de 2023, mientras que su composición se mantuvo relativamente estable. El crecimiento interanual de las pérdidas por este concepto fue de 8,5 % en junio de 2023. Las pérdidas por prácticas de conducta y de negocio inapropiadas se mantuvieron como el principal componente (37,8 %) de las pérdidas por riesgo operacional, seguidas por las resultantes de los casos de fraude externo a los que se enfrentan las entidades (27 %). En este sentido, destaca la constitución de una sociedad conjunta²⁹ impulsada por las tres mayores entidades bancarias españolas con el objeto de intercambiar información que ayude a prevenir el fraude financiero.

Las pérdidas por deterioros financieros se incrementaron en un 26,8 % interanual a nivel consolidado debido a un crecimiento significativo de las dotaciones en la actividad internacional de las entidades. En los negocios en España, las pérdidas por deterioro se redujeron en un 2,8 % en la primera mitad de 2023 respecto a las registradas un año antes, de forma consistente con la evolución de la calidad crediticia comentada en la sección precedente.

En la comparativa europea, el sector bancario español ha demostrado una significativa ventaja en la generación de resultados vía margen de intereses

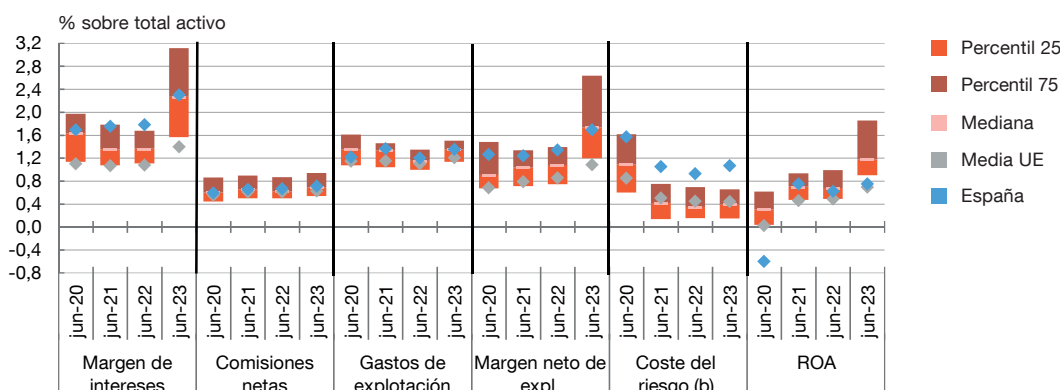
28 Para más detalles, véase [nota de prensa del BCE del 27 de julio de 2023](#).

29 En julio de 2023, las tres mayores entidades bancarias españolas anunciaron la constitución de FrauDfense, con el objetivo de aglutinar iniciativas antifraude de las tres entidades.

Gráfico 2.20

En comparativa europea, las entidades españolas han generado mayor margen de intereses aunque con un mayor coste del riesgo

2.20.a Comparativa europea de las principales variables de rentabilidad (a). Datos consolidados



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Percentiles calculados a partir de las ratios financieras publicadas en el cuadro de seguimiento de riesgo de la Autoridad Bancaria Europea de modo agregado para cada uno de los sistemas bancarios de la UE.
 b El coste del riesgo se define como dotación a provisiones entre préstamos brutos.

en los primeros meses de 2023, aunque también un mayor coste del riesgo de crédito asumido. Los datos de la EBA muestran que, hasta junio de 2023, las principales entidades españolas exhibían, en agregado, un margen de intereses sobre activo en línea con la mediana de los sistemas bancarios europeos y muy por encima de la media ponderada de la Unión Europea (UE)³⁰. Por su parte, los ingresos por comisiones netas y los gastos de explotación mostraban un comportamiento, en términos de activo, en línea con la mediana europea. No obstante, el impacto del gravamen extraordinario a la banca —reflejado en un empeoramiento de la posición relativa de las entidades españolas en términos de margen neto de explotación respecto a los años precedentes— y, especialmente, un mayor coste del riesgo asumido, sitúan la rentabilidad sobre activos de las entidades españolas por debajo del percentil 25 de la distribución, aunque se mantiene ligeramente por encima de la media ponderada de la UE. Las diferencias entre la mediana y la media europeas, así como el incremento en la dispersión de la rentabilidad en la parte alta de la distribución observado en el último año, se deben al favorable comportamiento de la cuenta de resultados en los bancos de países de pequeño tamaño y, particularmente, del este de Europa (véase gráfico 2.20).

Pese a los buenos resultados obtenidos por el sector bancario español, el actual contexto macrofinanciero hace necesario que las entidades actúen

30 Los percentiles y la mediana han sido calculados tomando los valores publicados por la EBA para los diferentes países europeos, que a su vez se refieren a una muestra de las principales entidades en cada uno de ellos. La media UE corresponde a la media ponderada por tamaño del conjunto de entidades europeas consideradas en el ejercicio.

con prudencia en la gestión de sus beneficios. En este sentido, cabe señalar que un 44 % de los beneficios obtenidos en 2022 fue destinado al pago de dividendos o a la recompra de acciones, mientras que algo más de un 32 % se destinó a la acumulación de reservas voluntarias y un 23 % a compensar el impacto negativo de «otro resultado global» en el patrimonio neto. El endurecimiento de las condiciones financieras de empresas y familias podría dar lugar a un deterioro de la calidad del crédito en los próximos trimestres, a la vez que podría intensificarse el incremento de los costes de financiación minorista de las entidades. Por todo ello, estas deben llevar a cabo una política prudente de planificación de provisiones y de capital que permita utilizar el incremento de los beneficios para aumentar la capacidad de resistencia del sector.

Solvencia

La ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) se incrementó en 25 pb hasta junio de 2023 respecto al mismo mes del año previo, situándose en el 13,1 %. Este incremento se debió principalmente a una contribución positiva del capital CET1 (numerador de la ratio), cuya variación interanual fue del 4,6 %, lo que compensó holgadamente la contribución negativa de los activos ponderados por riesgo (APR, denominador de la ratio)³¹, cuya variación interanual fue del 2,7 % (véase gráfico 2.21.a). De esta forma, la ratio CET1 supera en 50 pb la existente a cierre de 2019, antes de la pandemia. Dentro de los componentes de los APR, destaca la contribución a su crecimiento de la mayor densidad de los mismos, ahora situada en el 37,4 %. El aumento de la densidad de los APR se debe fundamentalmente a cambios en la composición de los APR debido a la notable contracción de exposiciones frente a bancos centrales y administraciones públicas, cuyas ponderaciones de riesgo son nulas o muy reducidas. A pesar de ello, la densidad es casi 5 pp inferior a la reportada a cierre de 2019.

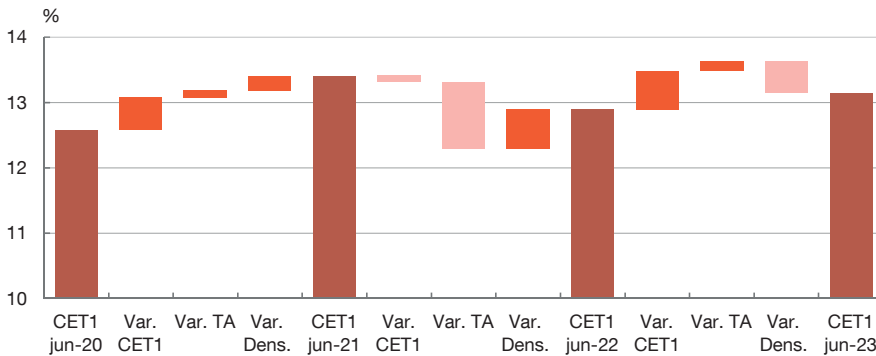
La ratio CET1 de los bancos españoles se mantiene por debajo de las observadas en los sistemas bancarios del resto de economías europeas de mayor tamaño. A cierre del primer semestre de 2023, la ratio CET1 para España fue menor que la observada para países como Alemania, Francia, Italia y Países Bajos (véase gráfico 2.21.b). Pese a la mejora interanual de la ratio para España, esta fue inferior que las de sus pares, por lo que la brecha con respecto a estos se amplió.

El análisis *ad hoc* de la cartera de valores de renta fija de los principales bancos europeos efectuado por la EBA muestra un peso medio moderado de las minusvalías latentes en relación con los APR, aunque existe cierta

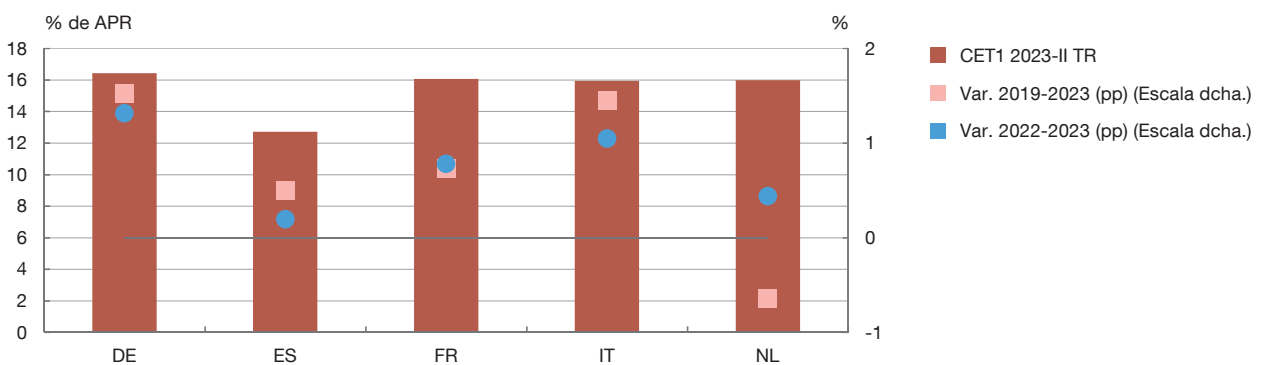
31 Nótese que los APR se pueden descomponer como el producto del total de activos y la densidad de APR, resultando así en dos componentes. Por tanto, la contribución del APR sería la suma de las contribuciones de sus dos componentes: el total de activos y la densidad de los APR.

La ratio de CET1 de los bancos españoles ha mejorado desde junio de 2022

2.21.a Descomposición de la variación de la ratio de CET1 entre 2020 y 2023 (a). Datos consolidados



2.21.b Comparativa europea de la ratio de CET1. Datos consolidados. Junio 2023



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

a La ratio de CET1 se descompone por su variación de CET1, total activos (TA) y densidad (Dens.), donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre total activos. Por tanto, la ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre TA x Dens. Las barras de color naranja (rosado) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.



heterogeneidad entre entidades. Utilizando la muestra de entidades participantes del *stress test* de 2023, la EBA llevó a cabo un análisis *ad hoc* de pérdidas no realizadas (*unrealized losses*)³² sobre las carteras de bonos registrados a coste amortizado³³, considerando también los derivados mantenidos por los bancos como cobertura de estas posiciones. El ejercicio mostró que las pérdidas no realizadas en diciembre de 2022 (y febrero de 2023) sobre las carteras de bonos registrados a coste amortizado tienen un peso medio acotado sobre los APR (1 %), pero existe cierto rango de dispersión (entre -0,1 % y 5,3 %)³⁴. Es importante, no

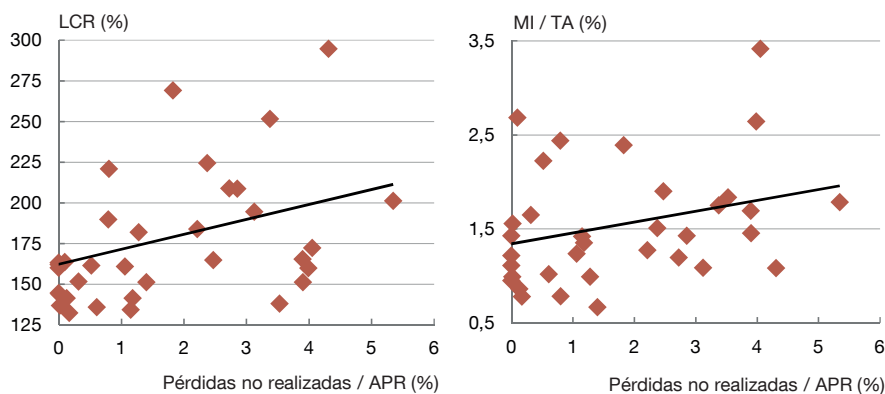
32 Véase EBA. (2023). «Ad-hoc analysis on bank bonds holdings».

33 Los bonos clasificados contablemente como a coste amortizado no requieren su continua revaluación a valor de mercado, pues se espera que los bancos los mantengan hasta su vencimiento. Esto implica una reducción significativa de la sensibilidad del resultado bancario a cambios en los tipos de interés, pues dicho resultado no refleja las minusvalías o plusvalías en estos instrumentos a causa de incrementos o descensos en los tipos de interés.

34 De igual forma, este análisis *ad hoc* también proporciona las pérdidas no realizadas a febrero de 2023, una actualización respecto de las tenencias registradas dos meses antes. En todo caso, los datos de febrero no muestran cambios significativos desde el punto de vista cuantitativo ni cualitativo con respecto a los obtenidos en diciembre de 2022.

Las minusvalías latentes de la cartera de valores de renta fija tendrían un impacto acotado sobre el conjunto de los bancos europeos

2.22.a Pérdidas no realizadas sobre APR frente a ratio de cobertura de liquidez (panel izquierdo) y margen de interés sobre total activos (panel derecho) (a). Datos consolidados. Diciembre 2022



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Capital IQ.

a Las «pérdidas no realizadas» de la cartera de valores de renta fija se obtienen de los resultados del ejercicio ad-hoc llevado a cabo por la EBA y el BCE. Las «pérdidas no realizadas» se calculan como la diferencia del valor razonable menos el valor en libros de la cartera de valores de renta fija clasificada a coste amortizado a diciembre 2022, neto de las posiciones cubiertas con derivados. La muestra contiene 37 bancos que participaron en el ejercicio de estrés del 2023 y que además tienen información financiera en Capital IQ, de donde se obtiene información de APR, total activo (TA) y margen de interés (MI).

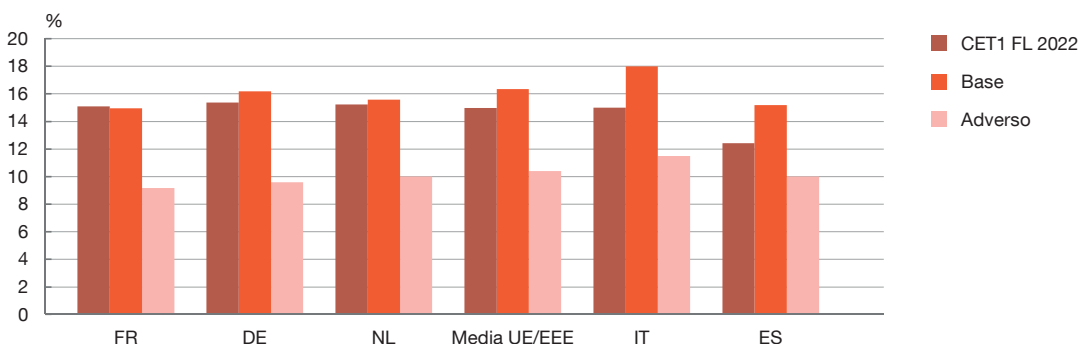
obstante, tener en cuenta que, incluso en un escenario de estrés de liquidez, es muy poco probable la realización plena de estas pérdidas en la medida en que un banco disponga de fuentes alternativas de liquidez y capacidad para generar resultados.

Se observa una correlación positiva entre el peso de las minusvalías en la cartera de valores de renta fija registrados a coste amortizado (como porcentaje de los APR) y las ratios de cobertura de liquidez y/o la capacidad de generación de margen de intereses (véase gráfico 2.22). En particular, se aprecia que las entidades con mayores minusvalías en esta cartera (como % de los APR) mantienen ratios de cobertura de liquidez altas. Por tanto, pese a la mayor exposición, estos bancos tendrían una menor presión por liquidar estos activos y así reconocer la minusvalía como pérdida, pues contarían con mejores alternativas para disponer de liquidez. En el caso de generación de margen de intereses (en relación con el total activo), también se aprecia una asociación positiva que subraya la mayor capacidad de las entidades con mayores pérdidas latentes para generar más resultados.

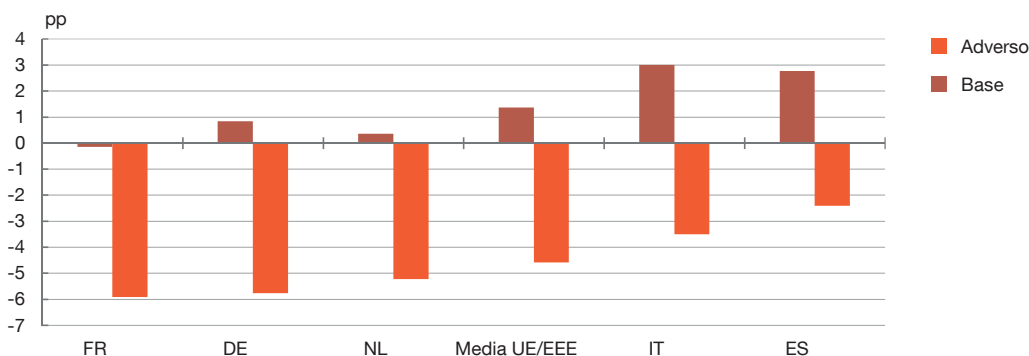
Resultados del ejercicio de estrés a nivel europeo publicados por la EBA

La prueba de resistencia a nivel europeo realizada bajo la metodología de la EBA muestra un aumento de la ratio de capital CET1 en el escenario base de 1,4 pp, y una reducción de 4,6 pp en el adverso, para el agregado de entidades participantes. Como resultado, el conjunto de entidades participantes mantendría su

2.23.a Ratio CET1 FL inicial y resultados del ejercicio de estrés de la EBA



2.23.b Variación de la ratio de capital CET1 FL al final del horizonte del ejercicio



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

capacidad de resistencia bajo dicho escenario, al terminar el ejercicio con una ratio de solvencia agregada del 10,4 %, situándose por encima del mínimo regulatorio (véase gráfico 2.23). Entre los factores que favorecen la capacidad de resistencia del conjunto de entidades participantes destacan los mayores niveles de ratio CET1 de partida (15 % sobre APR en promedio en 2022) y una mejor situación inicial en términos de ingresos, rentabilidad y calidad de activos respecto a la de ejercicios anteriores³⁵.

Las entidades españolas participantes en el ejercicio registrarían, en media, un incremento de la ratio CET1 en el escenario base de 2,8 pp, y un consumo de capital de 2,4 pp en el adverso, siendo ambos impactos más favorables que para el agregado de la UE. Al igual que en los ejercicios de pruebas de resistencia coordinados por la EBA en 2021 y 2018, las entidades españolas participantes parten de una ratio de capital más baja (12,4 %) que la del conjunto de bancos

35 Estos resultados fueron publicados en julio de este año (véanse resultados del *Ejercicio de pruebas de resistencia de 2023* de la EBA) y el ejercicio incluyó a 70 entidades de crédito de la UE, que representaban alrededor del 75 % del total de activos bancarios de la UE y ocho de las cuales son entidades españolas (BBVA, Bankinter, CaixaBank, Kutxabank, ABANCA, Sabadell, Santander y Unicaja).

Europeos (15 %), pero presentan un impacto negativo menor en el escenario adverso y mayor capacidad para generar recursos de capital en el base. Como resultado, las ratios observadas al final del ejercicio para las entidades españolas son más cercanas a la media europea. En particular, en el escenario adverso, alcanzan una ratio del 10 %, frente al 10,4 % de la media europea.

Los resultados de las pruebas de resistencia *top-down* realizadas por el Banco de España también muestran un elevado grado de resistencia agregada del sector bancario español. Mediante la aplicación del marco metodológico FLESB³⁶, se estima para el conjunto de entidades españolas, significativas y menos significativas, un aumento de 1,3 pp de la ratio CET1 en el escenario base y una disminución de 3,3 pp en el adverso. Bajo el marco FLESB se aplican perturbaciones adversas adicionales sobre el riesgo de crédito con respecto a lo contemplado en el ejercicio de la EBA, en particular a partir de una estimación de potenciales deterioros latentes derivados de las tensiones económicas en el período 2020-2022, lo que explica en buena medida el resultado más adverso obtenido, si bien existen también otras diferencias metodológicas³⁷. El recuadro 2.2 presenta de forma detallada los resultados de este ejercicio del Banco de España.

2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

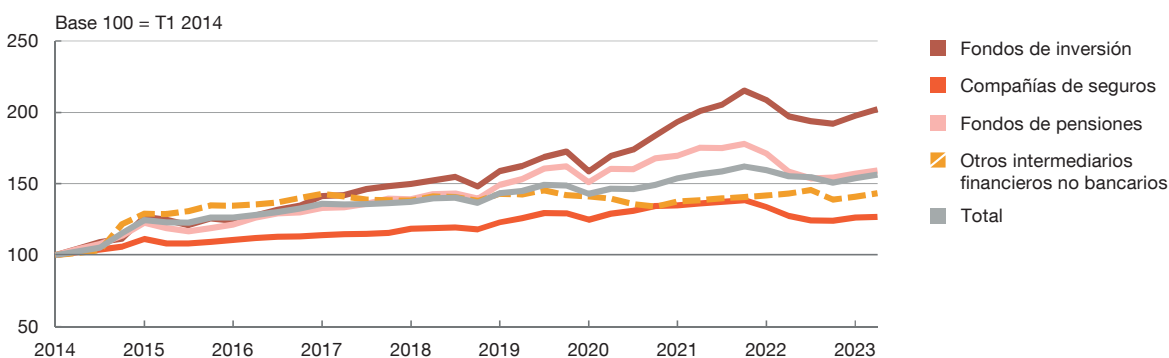
2.2.1 Sector financiero no bancario

El volumen de activo del sector financiero no bancario europeo se ha estabilizado en 2023, observándose crecimientos en segmentos específicos. La disminución del volumen de activos en este sector, iniciada a comienzos de 2022, se detuvo en el tramo final del año pasado, observándose recientemente un cierto crecimiento, tanto en el caso de España como en el del conjunto del área del euro (véase gráfico 2.24). Esta recuperación responde al comportamiento más favorable de los mercados financieros en este período, lo que ha revalorizado los activos gestionados, y, en menor medida, a adquisiciones netas de estos activos. Este sería el caso, en particular, de los fondos de inversión españoles (véase gráfico 2.24.b), en los que se ha observado un aumento notable de los flujos de inversión durante 2023, además de una recomposición de su cartera de inversión hacia activos de renta fija, principalmente deuda soberana, como se detalla más adelante.

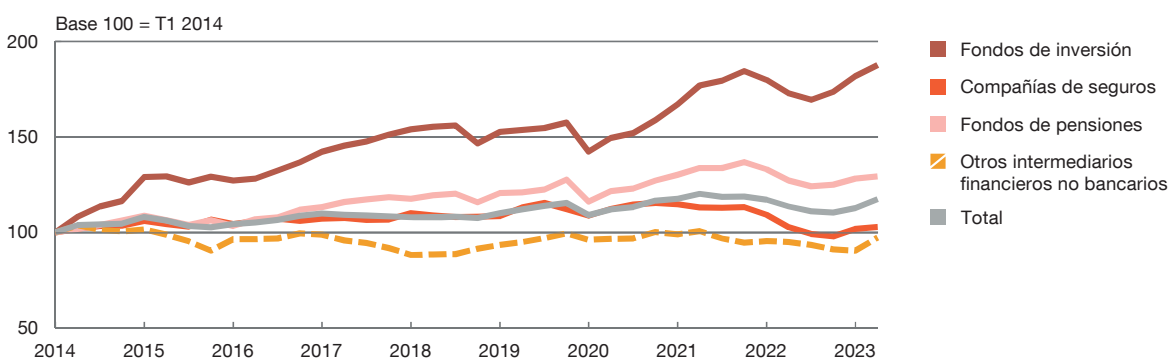
36 El FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*) es un marco metodológico *top-down*, es decir, desarrollado internamente en el Banco de España, y que aplica los mismos escenarios, supuestos y modelos de manera consistente para todas las entidades bancarias analizadas.

37 En particular, el ejercicio EBA considera un supuesto de balance estático, mientras que su tamaño puede oscilar de forma dinámica en el ejercicio FLESB en función del escenario. En cuanto a la muestra de entidades, el ejercicio FLESB cubre tanto la totalidad de entidades significativas como entidades no significativas españolas, mientras que, como se ha indicado, la muestra de entidades españolas en el ejercicio EBA se limita a ocho entidades significativas.

2.24.a Área del euro (a)



2.24.b España (a)



FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras) y Banco Central Europeo (Quarterly Sector Accounts, Balance Sheet Items).

a En el primer trimestre de 2014, el activo total de los fondos de inversión (tanto monetarios como no monetarios), las compañías de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios en el área del euro fue, respectivamente, de 8.626, 6.618, 1.767 y 15.392 mm de euros. Para los sectores equivalentes en España, el activo total fue, respectivamente, de 203, 285, 117 y 571 mm de euros en el primer trimestre de 2014.

Los episodios de tensiones financieras de otoño de 2022 y comienzos de 2023 no se han prolongado, pero persisten vulnerabilidades relevantes en el sector.

Tales tensiones no parecen haber erosionado el funcionamiento normal de estos intermediarios, ni de los mercados en los que participan. Con todo, conviene tener en cuenta la presencia de potenciales vulnerabilidades en este sector, así como sus repercusiones para la estabilidad financiera. Entre otras, cabe destacar el carácter procíclico de las aportaciones netas de sus clientes, o el solapamiento en las tenencias de activos entre distintos segmentos del sector financiero, que pueden retroalimentar episodios de tensiones e intensificar sus efectos. Asimismo, también es relevante la dependencia de ciertos sistemas bancarios de la intermediación financiera no bancaria (IFNB)³⁸. En el caso de España, el tamaño relativamente

38 Véase *BIS Quarterly Review* de septiembre de 2023 (en particular, pp. 33-45). Este trabajo analiza las fuentes de financiación bancaria (depósito tradicional, repo e interbancario) y encuentra que durante las turbulencias de marzo de este año se produjo una cierta rotación de la financiación bancaria desde fuentes del sector no financiero hacia fuentes del sector financiero no bancario. Analiza asimismo los casos de interés de Suiza y Estados Unidos.

reducido del segmento de la IFNB (en comparación con otras jurisdicciones) supone un factor mitigante, pero el sistema financiero español está en cualquier caso interconectado con la IFNB internacional.

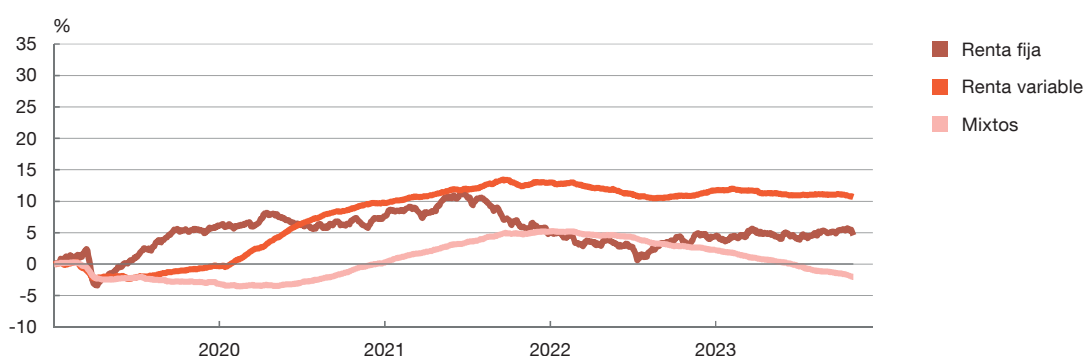
Fondos de inversión

Las entradas de capital en los fondos de inversión españoles se han incrementado de forma significativa, debido al impulso de los vinculados a la renta fija, mientras que se han mantenido más estables para el resto del área del euro. Durante los nueve primeros meses de 2023, las entradas acumuladas de capital supusieron, de acuerdo con Refinitiv, casi el 20 % de los activos gestionados por los fondos de renta fija a finales de 2022, lo que contrasta con el peor comportamiento relativo de los flujos en los fondos de renta variable y en los que siguen una política de inversión mixta (véase gráfico 2.25).

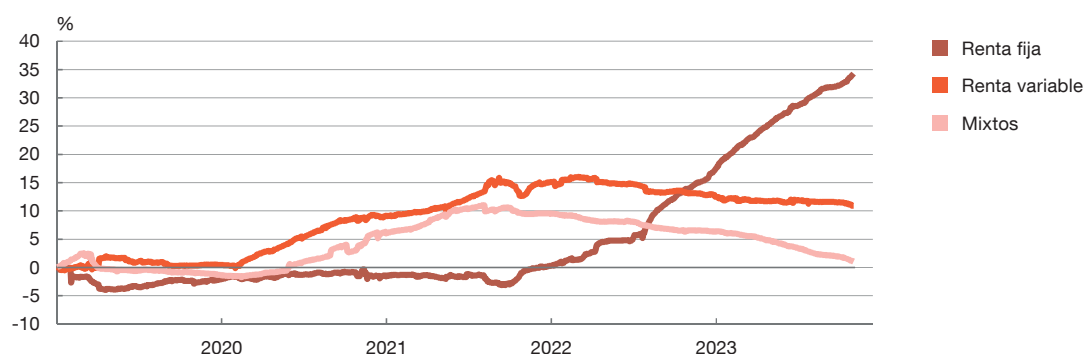
Gráfico 2.25

Las entradas de capital en fondos de inversión de renta fija españoles han aumentado notablemente

2.25.a Flujos de fondos en la zona del euro excluida España, como % de vol. de activos a principios de 2020 (a) (b)



2.25.b Flujos de fondos en España, como % de vol. de activos a principios de 2020 (a)



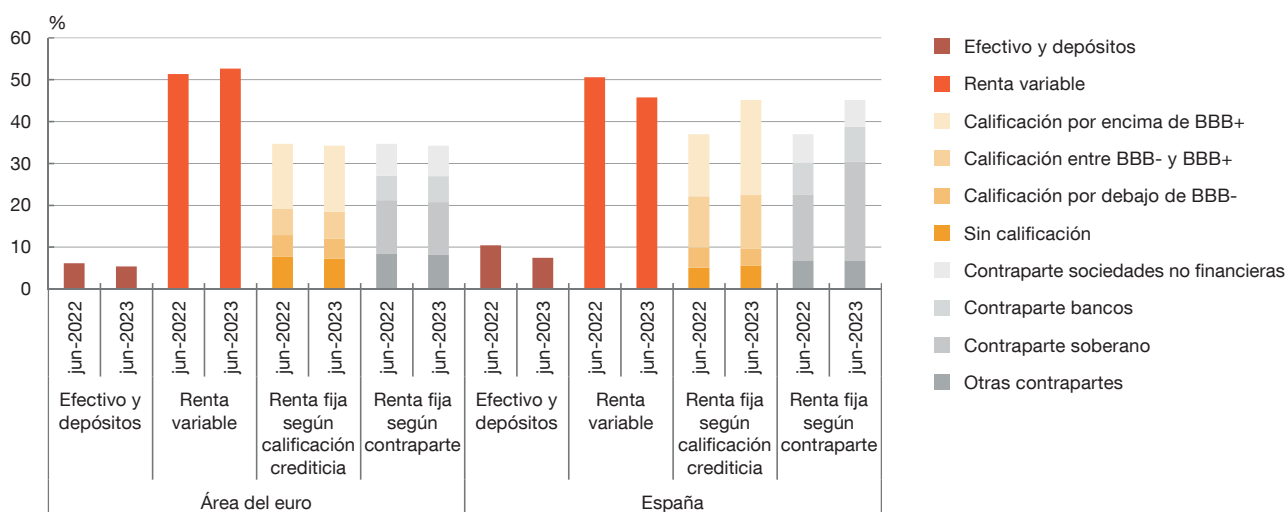
FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

- a Cambio acumulado en las entradas o salidas netas de capital de fondos de inversión desde el 15 de enero de 2020. Dicho cambio se expresa como porcentaje de los activos del fondo en la fecha inicial. Las series se construyen a partir de una muestra representativa construida por Refinitiv de fondos domiciliados en países de la zona del euro.
- b Incluye fondos domiciliados en Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal.

Gráfico 2.26

La deuda pública gana peso en la cartera de los fondos de inversión españoles

2.26.a Características de la cartera de los fondos de inversión (a) (b) (c)



FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras), Banco Central Europeo (Quarterly Sector Accounts, Securities Holdings Statistics by Sector).

- a Todas las variables se miden en porcentaje sobre el total activo financiero.
 b Para el cálculo del nivel de efectivo y depósitos se consideran únicamente fondos de inversión no monetarios. Para el resto de variables se consideran tanto fondos de inversión no monetarios como fondos del mercado monetario.
 c Renta variable incluye acciones cotizadas, acciones no cotizadas, otras participaciones en el capital y participaciones en fondos de inversión. Renta fija incluye valores representativos de deuda, tanto a corto como a largo plazo.

El crecimiento de los fondos de renta fija se ve favorecido por la elevada remuneración a vencimiento que ofrecen este tipo de instrumentos, en un contexto de tipos más altos. El tipo de interés relativamente reducido de los depósitos bancarios españoles, que habrían reaccionado más limitadamente al endurecimiento de la política monetaria³⁹, también contribuiría a explicar el aumento de los flujos en esta categoría. En el resto del área del euro, la reactivación de las entradas de capital en los fondos de renta fija ha sido mucho más modesta.

La cartera de los fondos de inversión españoles está experimentando una recomposición, en la que está ganando peso la deuda pública. Esta recomposición ha venido acompañada por un aumento sustancial del peso de instrumentos con calificación crediticia de grado de inversión, produciéndose el mayor crecimiento entre aquellos instrumentos con las mejores calificaciones crediticias, por encima de BBB+ (véase gráfico 2.26). Por último, las tenencias de efectivo y los depósitos de los fondos domiciliados en España han continuado descendiendo, en una senda de progresiva convergencia hacia los niveles que caracterizan a los fondos del área del euro, que se han mantenido estables.

39 Véase el estudio de Alejandro Ferrer, Gergely Ganics, Ana Molina y José María Serena. (2023). «The EURIBOR surge and bank deposit costs: an investigation of interest rate pass-through and deposit portfolio rebalancing». *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44, pp. 9-38.

Establecimientos financieros de crédito

El crédito de los establecimientos financieros de crédito (EFC) aumentó en los últimos doce meses, manteniéndose estable su ratio de créditos dudosos. La tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por EFC se ha situado en junio de 2023 en el 4,5 %. En el segmento de consumo, en el que estas entidades están especializadas, el crecimiento ha alcanzado el 10,3 %. En los últimos doce meses, hasta junio de 2023, la ratio de créditos dudosos se ha mantenido estable (en el 6,3 %), al igual que en el tramo de consumo (en el 4,1 %).

Los resultados antes de impuestos del conjunto de EFC registraron una caída interanual en junio del 14,7 %. El destacado crecimiento de las pérdidas por deterioro de activos (69,1 %) y la caída del margen de intereses (-7,3 %) justifican este descenso. Los resultados sobre total activo se situaron en junio de 2023 en el 1,9 %, un porcentaje, en cualquier caso, muy superior al del sector bancario.

Compañías de seguros y fondos de pensiones

El volumen de primas del sector asegurador ha crecido significativamente en términos interanuales (23,7 %) en el primer semestre de 2023. Por un lado, las primas del negocio vida han experimentado un fuerte crecimiento del 52,8 %, mientras que las primas no vida⁴⁰ han crecido un 6,7 %. El porcentaje de primas emitidas del negocio vida sobre el total ha crecido significativamente, del 36,6 % en 2022 al 45,2 % en 2023. Las compañías de seguros también están incrementando la colocación de productos de inversión a clientes minoristas que no encuentran en los depósitos bancarios la remuneración deseada.

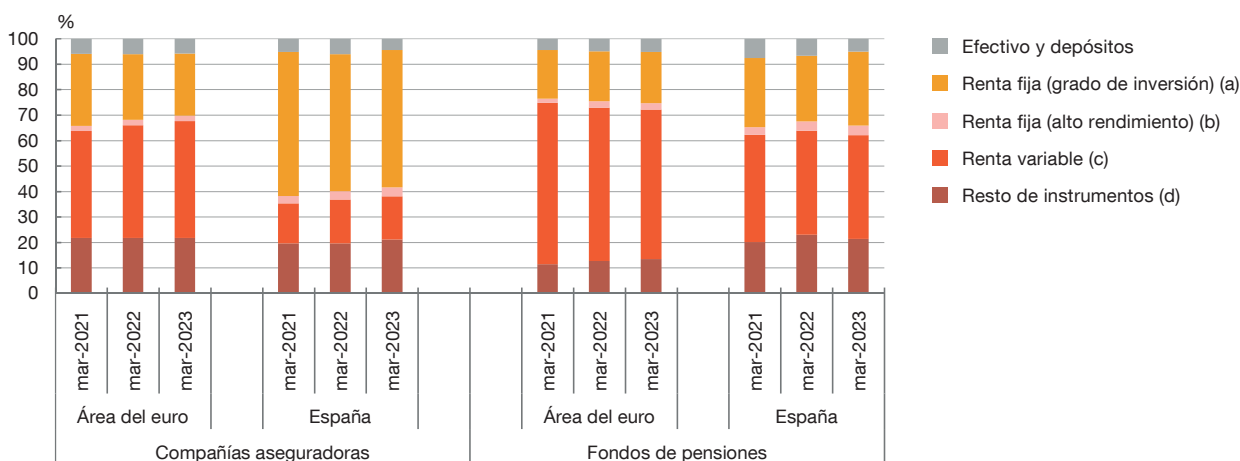
La rentabilidad y la solvencia del sector de compañías de seguros no han variado de forma significativa en el primer semestre de 2023 respecto al año anterior. Específicamente, la tasa de retorno (ROE) ha caído ligeramente, hasta el 5,9 % en el segundo trimestre de 2023, 0,5 pp por debajo de la registrada en el mismo trimestre del año anterior. La ratio entre los fondos propios admisibles y el capital obligatorio para propósitos de solvencia (SCR, por sus siglas en inglés) ha sido del 234,1 % en el segundo trimestre de 2023, 1,1 pp inferior a la observada en el cierre de 2022.

En cuanto a los fondos de pensiones, las aportaciones recibidas han disminuido desde mediados de 2022, si bien su activo total y su rentabilidad media anual han aumentado. Las aportaciones brutas a fondos de pensiones se han visto mermadas en más de un 19 % durante los últimos doce meses, en gran parte debido a la reducción del límite para las desgravaciones fiscales por aportaciones a planes de

40 El negocio no vida incluye automóviles, salud, multirriesgo y otros seguros.

En comparativa europea, la renta fija tiene un mayor peso para las aseguradoras y fondos de pensiones españoles

2.27.a Evolución de la composición de balance de compañías aseguradoras y fondos de pensiones



FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras) y Banco Central Europeo (Quarterly Sector Accounts, Securities Holdings Statistics by Sector).

- a Renta fija con grado de inversión incluye valores representativos de deuda, tanto a corto como a largo plazo, con calificación crediticia igual o superior a BBB-.
- b Renta fija de alto rendimiento incluye valores representativos de deuda, tanto a corto como a largo plazo, con calificación crediticia inferior a BBB-.
- c Renta variable incluye acciones cotizadas, acciones no cotizadas, otras participaciones en el capital y participaciones en fondos de inversión.
- d En el resto de instrumentos se incluyen: valores de renta fija para los que no se ha encontrado calificación crediticia, préstamos, seguros, pensiones y garantías estandarizadas, derivados financieros así como otras cuentas pendientes de cobro excluyendo créditos comerciales.

pensiones individuales. El activo total de los planes de pensiones se ha incrementado en un 2,6% en junio de 2023 respecto al mismo mes del año anterior. A pesar de que la rentabilidad a largo plazo (25 años) ha continuado su tendencia bajista, situándose en un 2,3% en junio de 2023, un 14,9% por debajo del valor de junio de 2022, la rentabilidad media anual de los fondos de pensiones ha vuelto a terreno positivo, al pasar de -6% en junio de 2022 a situarse en el 3,7% en el mismo mes de 2023.

La composición del activo de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los dos últimos años, tanto para las entidades españolas como para el conjunto del área del euro. En el caso de las aseguradoras, se mantiene el mayor peso de los activos de renta fija (fundamentalmente, de grado de inversión) en las entidades españolas (69%, frente al 35% para la media del conjunto del área del euro). No obstante, se viene observando durante los dos últimos años un incremento, aunque muy moderado, del peso de los instrumentos de renta variable, hasta alcanzar el 17% de la cartera de inversión de las entidades españolas (véase gráfico 2.27). En el sector de los fondos de pensiones, se aprecia, por el contrario, un incremento moderado del peso de la renta fija en el activo, tanto la del segmento de grado de inversión (1 pp) como la de mayor riesgo (1 pp). Estos instrumentos representan una proporción de los activos financieros totales en los fondos españoles (41%) superior a la del resto del área del euro (28%), pero las diferencias de estructura son menores que en el caso del sector asegurador (véase gráfico 2.27).

2.2.2 Interconexiones sistémicas

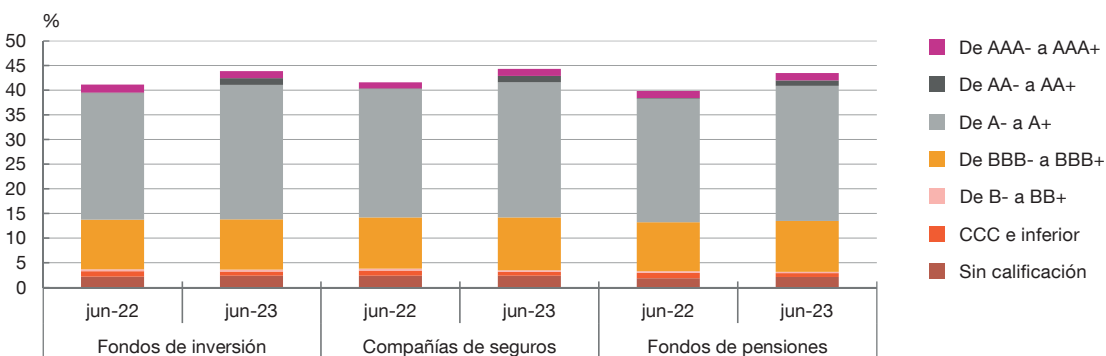
Las tenencias comunes del sector bancario con el resto de los sectores financieros residentes han aumentado en términos interanuales en el segundo trimestre de 2023. En particular, el mayor aumento, de casi 4 pp (véase gráfico 2.28), se ha registrado en las tenencias comunes entre bancos y fondos de inversión, seguido de cerca por los incrementos en las tenencias comunes entre bancos y compañías de seguros y fondos de pensiones, de aproximadamente 3,5 pp. La mayor parte de este crecimiento se ha producido en títulos con las calificaciones crediticias más altas, entre A- y AAA+, siendo este incremento mayor en la categoría de A- a A+, dominada por instrumentos de deuda pública. De esta manera, el posible riesgo derivado de un aumento de las tenencias comunes estaría siendo contrarrestado por el hecho de que dicho aumento se concentra en aquellos títulos con las más altas calificaciones crediticias.

La exposición de las entidades bancarias a los mercados de derivados se ha mantenido relativamente estable en los doce meses hasta junio de 2023. El peso de los instrumentos derivados en el balance de las entidades se ha mantenido en niveles similares a los de 2022 (3,8 % del activo de las entidades en junio de 2023, en el caso de los derivados de activo, y 3,6 % en el caso de los derivados de pasivo). Por instrumentos, los derivados de tipos de interés siguen representando el grueso de estas exposiciones (gráfico 2.29). Este tipo de derivados puede servir para realizar coberturas de, entre otros, valores de renta fija en manos de las entidades, mitigando de este modo pérdidas ante, por ejemplo, un aumento de los tipos de interés. En cuanto al tipo de contraparte en estos instrumentos, se observa un peso elevado del

Gráfico 2.28

Aumentan de forma moderada las tenencias comunes de los bancos con otros sectores financieros

2.28.a Peso de las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros en la cartera de valores del sector bancario (a)

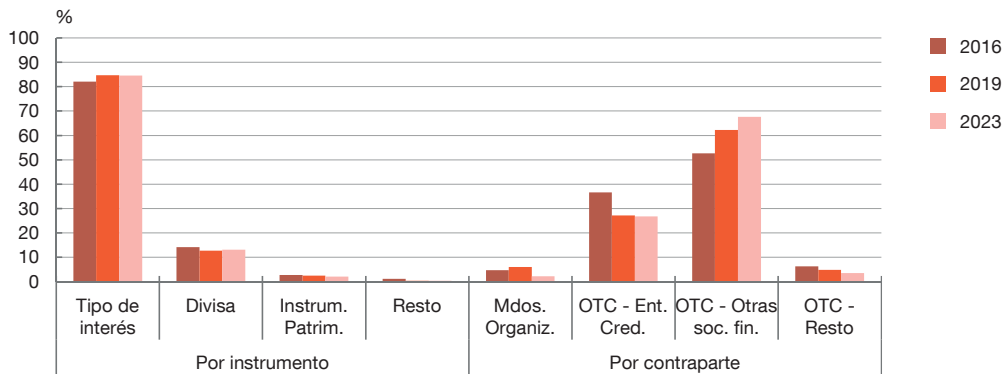


FUENTE: Banco Central Europeo (Securities Holdings Statistics by Sector).

a El sector bancario mantiene en su cartera de valores títulos que se encuentran también en las carteras de otros sectores. Las barras muestran el peso de las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros nacionales sobre la cartera de valores del sector bancario, diferenciando según su calificación crediticia.

Los derivados de tipo de interés representan la mayor parte de esta clase de exposiciones para la banca

2.29.a Desglose por instrumento y contraparte, en volumen nominal. Datos consolidados (a)



FUENTE: Banco de España.

a La exposición correspondiente a negociación en mercados organizados se calcula como la diferencia entre la exposición total a derivados y la mantenida con contrapartes OTC (acrónimo procedente del inglés over the counter, que se refiere a contratos bilaterales).

segmento OTC (*over the counter*), en el que las partes contratan directamente entre ellas, fuera de un mercado organizado, aunque posteriormente estos contratos puedan ser compensados en una cámara de compensación. Además, el peso de sociedades financieras distintas de las bancarias es creciente entre las contrapartes de estos derivados OTC.

El mercado de las criptomonedas se ha expandido durante el período transcurrido de 2023, pero sin llegar a recuperar el nivel previo a la corrección de 2022, y manteniendo una escala reducida en relación con el conjunto del sistema financiero. El índice MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, integrado por los 100 principales criptoactivos cotizados, se revalorizó algo más de un 45% desde principios de año. Esta evolución se apoyó en la cotización de algunas de las principales criptomonedas sin respaldo, como Bitcoin o Ethereum, que aumentó considerablemente en este período. Aunque el tamaño de estos mercados se ha ido incrementando, con oscilaciones, a lo largo del tiempo, los riesgos para los intermediarios financieros derivados de su exposición a estos activos siguen siendo contenidos por sus reducidas interconexiones con el sistema financiero tradicional⁴¹.

41 Véase la referencia en el epígrafe 3.2 al [análisis reciente del ESRB](#) sobre los riesgos vinculados a criptoactivos, así como el [capítulo especial](#) sobre esta cuestión en el Informe de *Estabilidad Financiera* de primavera de 2022.

ADAPTACIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS

En el contexto actual de subida de los tipos de interés, es esperable que las entidades bancarias recompongan en cierta medida su balance, buscando maximizar su rentabilidad y gestionar adecuadamente sus riesgos. Específicamente, el endurecimiento de la política monetaria puede dar lugar a una disminución de los préstamos al sector privado¹ que se compense con cierta sustitución hacia valores de renta fija, y, en particular, deuda pública. Además, se puede esperar que el reajuste de la cartera de renta fija fruto de esta recomposición de balance sea heterogéneo entre entidades, dependiendo de las estructuras preexistentes de activo y pasivo, y de la propia cartera de instrumentos de deuda².

A raíz de los graves problemas financieros de algunos bancos medianos de Estados Unidos ocurridos en marzo de 2023³, ha aumentado la preocupación a nivel global sobre los riesgos de tipo de interés vinculados a la cartera de renta fija de los bancos, y su interrelación con los riesgos de liquidez.

Aunque no se ha materializado ningún episodio de este tipo en la Unión Europea, donde los riesgos son más contenidos⁴, es importante vigilar las exposiciones de los bancos a estos factores de riesgo, en particular dada la incertidumbre sobre la duración del actual ciclo restrictivo de la política monetaria.

Con estos antecedentes, este recuadro analiza los cambios recientes en la composición de la cartera de renta fija de las entidades bancarias españolas, así como los principales determinantes de las ventas y compras de instrumentos observadas. Todo ello, en un entorno en el que las tensiones financieras sobre el conjunto del sector bancario europeo han permanecido contenidas.

El análisis muestra evidencia de optimización en estas operaciones, lo que reduce la probabilidad de materializar pérdidas latentes, y no detecta señales de tensión vinculadas a esta cartera. Es importante, sin embargo, mantener la monitorización, ya que el proceso de ajuste monetario continúa, y así también lo hará, previsiblemente, la optimización de la cartera de renta fija de los bancos. De forma más general, la gestión de la cartera de renta fija podría diferir en entornos macrofinancieros que se desviaran significativamente del actual.

Composición de la cartera de renta fija de las entidades bancarias

En junio de 2023, el importe en libros de valores representativos de deuda del conjunto de entidades de depósito españolas ascendía a 589,8 mm de euros, lo que representaba un 14,2 % del activo total consolidado de las entidades (véase gráfico 1). Las tenencias de deuda han experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, que alcanzó el 8,6 % interanual en junio de 2023, en contraste con el modesto crecimiento a nivel consolidado de los préstamos a hogares y sociedades no financieras, del 1,2 % en el mismo período, y su retroceso en España. En términos acumulados, este crecimiento supera el 15 % desde junio de 2019, 2,3 puntos porcentuales (pp) superior al del total activo en este período. De estas tenencias, en junio de 2023, un 80 % correspondía a valores de deuda pública, un porcentaje que se ha mantenido relativamente estable en los últimos años.

En cuanto al tratamiento contable de la cartera de renta fija, en el período reciente se ha producido un incremento de las tenencias de deuda contabilizadas a coste

1 Véase, por ejemplo, Anil Kashyap, Jeremy Stein y David Wilcox. (1993). «Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance». *American Economic Review*, 83, pp. 78-98.

2 Véanse, por ejemplo, Karol Paludkiewicz. (2021). «Unconventional monetary policy, bank lending, and security holdings: The yield-induced portfolio-rebalancing channel». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56, pp. 531-568, o Philip R. Lane. (2023). «The banking channel of monetary policy tightening in the euro area», discurso del 12 de julio de 2023.

3 Véase Banco de España. (2023). «Recuadro 1». En *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera, para más información sobre el episodio de marzo de 2023, vinculado al colapso del banco estadounidense Silicon Valley Bank (SVB) y del banco suizo Credit Suisse. Con posterioridad, en mayo de este año, otros dos bancos medianos estadounidenses —Signature Bank y First Republic— fueron también intervenidos por las autoridades y vendidos posteriormente. Los problemas financieros de estas entidades presentaban importantes paralelismos con los de SVB.

4 Véase nota de prensa del BCE de 28 de julio de 2023. La posición sólida de liquidez de los bancos españoles y otros bancos europeos ha sido descrita en el cuerpo del capítulo 2 (véanse gráficos 2.15 y 2.16), donde también se constata la buena evolución de la rentabilidad, impulsada por el crecimiento del margen de intereses (véase gráfico 2.17).

ADAPTACIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (cont.)

amortizado, que pasaron de suponer un 42 % del total en junio de 2019 a alcanzar un 60 % en junio de 2023⁵. Este cambio se observa en la mayor parte de las carteras y, en particular, en las tenencias de deuda pública⁶. Esta evolución se ha intensificado en 2022 y 2023 —con incrementos interanuales de 5,8 pp y 5,3 pp, respectivamente—, y ha mostrado su importancia como mecanismo de gestión del riesgo de mercado.

En concreto, en junio de 2023 las tenencias de deuda pública a coste amortizado suponían un 7 % del activo total de las entidades bancarias, frente al 4,2 % que representaban en junio de 2019. Estos desarrollos también han tenido lugar en las tenencias de deuda de entidades de crédito, empresas no financieras y, más recientemente, otras sociedades financieras, aunque la importancia relativa de estas carteras sobre el conjunto del activo de las entidades es mucho menos significativa, representando en junio de 2023 un 0,5 % las dos primeras y un 0,4 % la tercera (véase gráfico 1).

Determinantes de la probabilidad de comprar o vender instrumentos de renta fija por parte de las entidades bancarias

Para analizar los determinantes de las compras y ventas de instrumentos de deuda por parte de los bancos en un contexto de subidas de tipos de interés, se ha realizado un ejercicio econométrico con datos de las diez entidades significativas españolas⁷. En concreto, se estudia la probabilidad de comprar o vender instrumentos de renta fija a partir de datos granulares de la SHSG (*Securities Holdings Statistics Group*) del Banco Central Europeo.

Para identificar compras o ventas se parte de los datos de tenencias de diciembre de 2021, antes de que se iniciara el proceso de aumento de tipos de interés de política monetaria, y estas se comparan con las de marzo de 2023. Para cada instrumento de deuda en la fecha inicial, se analiza si este se ha vendido, comprado o mantenido en la fecha final. Para ello, se definen dos variables dependientes dicotómicas, una para venta y otra para compra⁸.

Las variables explicativas son de dos tipos. Por un lado, se consideran variables a nivel del instrumento-banco, como el tratamiento contable que cada banco da a cada título de deuda (a coste amortizado o a valor razonable) y la pérdida latente asociada (como porcentaje de la exposición al instrumento)⁹. Por otro lado, se han considerado una serie de variables que recogen las características de las entidades bancarias, incluyendo la pérdida latente a nivel de la entidad (como porcentaje de la cartera a coste amortizado), el tamaño de sus activos, la liquidez de la cartera, la ratio de CET1 y el ROE. Además, el análisis incorpora efectos fijos a nivel del instrumento, para controlar por la heterogeneidad en las características específicas de los títulos de deuda que no cambian en el tiempo.

El gráfico 2 muestra el impacto en la probabilidad de vender o comprar instrumentos de deuda ante cambios en los determinantes. Las estimaciones sugieren que cuanto mayor es la pérdida latente, a nivel tanto del instrumento concreto como del banco, menor es la probabilidad de vender estos activos. Este comportamiento respondería a la necesidad de reconocer esta pérdida adicional en el caso de venta. Por otro lado, la menor probabilidad de

5 Cuando un instrumento de renta fija se contabiliza a coste amortizado, cualquier fluctuación en el valor del instrumento no se refleja en la valoración contable del activo o la cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad hasta que estos activos son vendidos, por lo que puede generar ganancias o pérdidas latentes. En cambio, cuando un instrumento de renta fija se contabiliza a valor razonable, dichas variaciones afectan de forma inmediata al balance de la entidad en forma de ganancias (o pérdidas) generadas. Habitualmente, los activos financieros contabilizados a valor razonable son instrumentos de corto plazo.

6 La clasificación y registro de los activos de deuda a coste amortizado o valor razonable no depende de intenciones subjetivas de la dirección, que puedan ser modificadas de manera habitual y frecuente para ir atendiendo y respondiendo a las circunstancias cambiantes del mercado, sino que deben estar respaldadas por la existencia de un determinado modelo de negocio para recuperar el principal e intereses, el cual no se espera que cambie frecuentemente, además de considerar las características de los propios instrumentos.

7 En el caso del análisis de ventas, una de las entidades significativas no se considera, al no poder calcularse de forma granular la pérdida latente en sus tenencias en algunos períodos. En cualquier caso, no se aprecian señales de tensión con los datos de pérdida latentes disponibles a un nivel más agregado.

8 Estas variables toman valor unitario si, en el caso de las ventas, un bono concreto que estaba presente en la cartera de la entidad en la fecha inicial ya no lo está en la fecha final (cero en caso contrario); en cuanto a las compras, esta variable es uno si no estaba presente en la fecha inicial, pero lo está en la fecha final (cero en caso contrario). No se marcan como ventas las bajas de la base de datos de bonos con vencimiento anterior a la fecha final del análisis.

9 Por definición, los instrumentos a valor razonable tienen una pérdida latente nula, pudiendo tomar valores positivos solo en la cartera de coste amortizado.

ADAPTACIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (cont.)

Gráfico 1
Composición por cartera contable del importe en libros de los valores representativos de deuda mantenidos de las entidades bancarias. Datos consolidados (a)

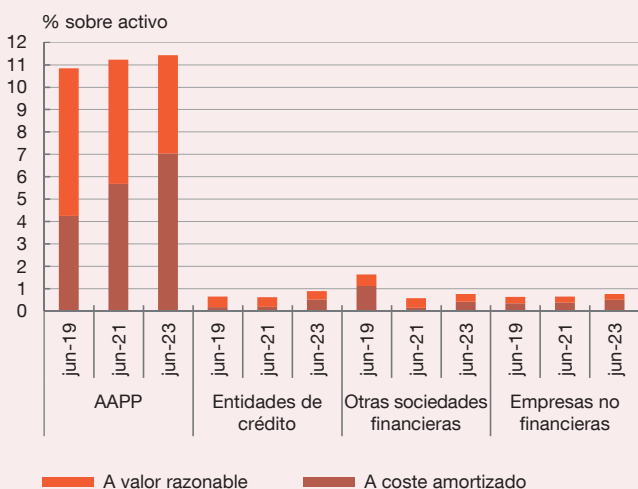


Gráfico 2
Determinantes de las ventas y compras de bonos de las entidades bancarias entre IV TR 2021 y I TR 2023 (b)

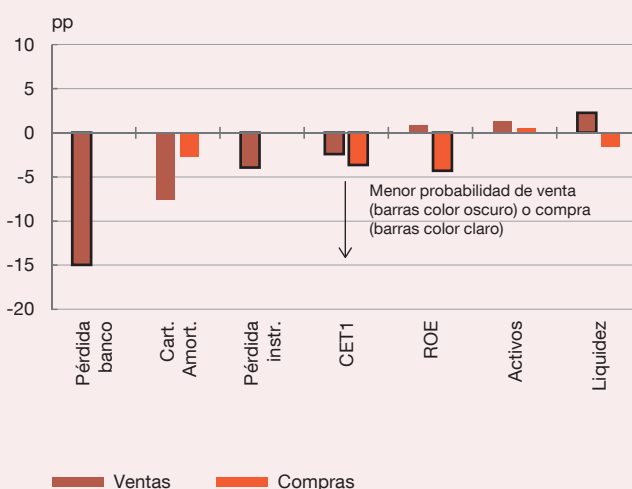
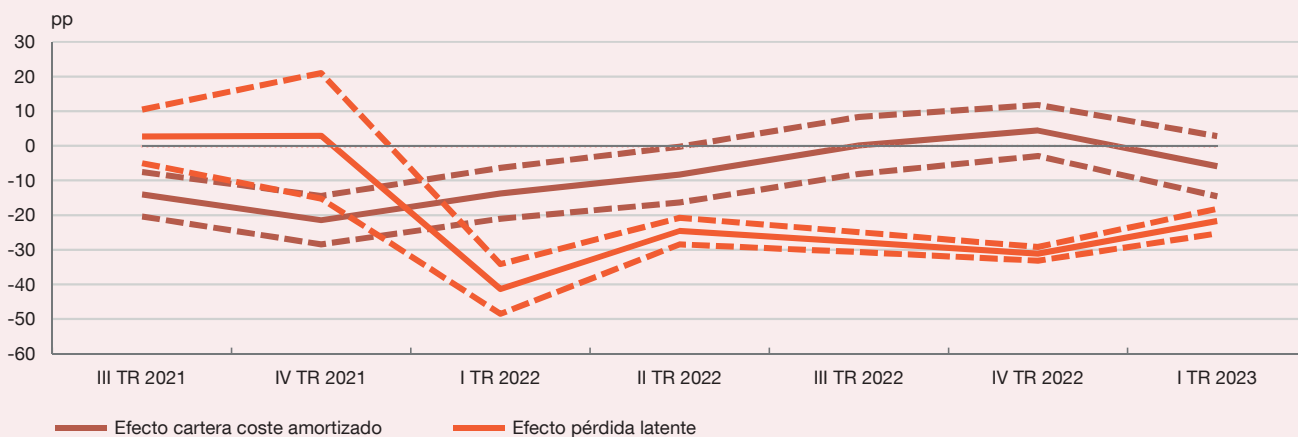


Gráfico 3
Ventas. Impacto sobre la probabilidad de venta de que el instrumento pertenezca a la cartera amortizada y de la pérdida latente (c)



FUENTES: Banco de España y Securities Holdings by reporting banking groups (SHS-G; European Central Bank)

- a El gráfico excluye valores representativos de deuda de bancos centrales por representar un importe residual del conjunto de tenencias de deuda de las entidades.
- b Se representa la variación en la probabilidad de que el banco venda o compre bonos ante una perturbación de una desviación típica en distintas variables explicativas, a partir de un modelo de regresión lineal para dos fechas. La fecha inicial de análisis es IV TR 2021 y la final I TR 2023. Se consideran dos variables dependientes: «venta» y «compra», donde «venta» es igual a uno si se vende el bono mantenido en la cartera en la fecha inicial y cero en caso contrario. La variable «compra» es uno si el bono se adquirió en el período considerado. Las variables explicativas son la pérdida latente del banco (como % del valor de la cartera amortizada), una variable binaria que indica si el instrumento aparece clasificado en la cartera de coste amortizado (en este caso se muestra el cambio en la probabilidad de venta/compra cuando esta variable es igual a uno), la pérdida latente en el instrumento (% del valor de la exposición al mismo). Por otro lado, se incluyen como variables explicativas de banco la ratio CET1, el ROE, el logaritmo natural de los activos y una ratio de liquidez. Los modelos incluyen efectos fijos a nivel del bono. Las variaciones en la probabilidad de vender/comprar significativas están enmarcadas con una línea negra.
- c Se estiman cambios en la probabilidad de vender a lo largo del tiempo cuando la dummy de instrumento a coste amortizado es igual a uno y ante una perturbación de una desviación típica en la pérdida latente del banco. Estos cambios en la probabilidad de venta se estiman mediante el modelo de probabilidad de ventas utilizado en el Gráfico 2, pero para una fecha inicial fija II TR 2021 (primer período disponible) y una fecha final que varía a lo largo de todos los trimestres desde III TR 2021 hasta I TR 2023. Las líneas punteadas representan los intervalos de confianza al 95% para las variables explicativas.

ADAPTACIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (cont.)

venta para instrumentos contabilizados a coste amortizado (si bien el efecto no es significativo en la media del período de estudio), es consistente con su modelo de negocio cuyo objetivo es mantener los activos a efectos de recuperar sus flujos contractuales de efectivo.

Estos resultados confirman una estrategia de optimización en ventas que debe ser tenida en cuenta para valorar ejercicios de pérdidas no realizadas como el de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) de 2023¹⁰. La capacidad tasada de las entidades bancarias, en la medida que se cumplan los requisitos contables, de optimizar sus ventas ante perturbaciones reduce la probabilidad de que estas pérdidas latentes se materialicen en una cuantía elevada.

Por otro lado, no se encuentran patrones con relación a las características de las entidades bancarias que constituyan una señal clara de alerta. Una mejor posición de solvencia de las entidades estaría relacionada con menores ventas. Por el contrario, cuanto mejor es la posición de liquidez de la entidad, mayor es la probabilidad de venta del instrumento (véase gráfico 2).

Estos resultados no serían consistentes con una demora de ventas para evitar impactos negativos sobre la solvencia o su aceleración forzada por consideraciones de liquidez. Todos estos efectos son, además, de menor magnitud que el impacto de la pérdida latente.

Por último, debe notarse que en el período de estudio ninguna entidad bancaria presenta una situación financiera de tensión, lo que puede limitar la influencia de sus métricas financieras sobre la gestión de la cartera de renta fija. Esta podría ser mayor en escenarios estresados.

Adicionalmente, se ha complementado este ejercicio mediante estimaciones para diferentes períodos, considerando una batería de pares de fechas de referencia. En dichos pares de fechas, la primera es fija (junio de 2021) y la segunda abarca desde septiembre de 2021 hasta marzo de 2023. De esta forma, se cubren los períodos anteriores y posteriores al comienzo de los incrementos de los tipos de interés.

El gráfico 3 representa, a lo largo de este período, la evolución del impacto en la probabilidad de venta de la presencia de pérdidas latentes y de la pertenencia a la cartera de coste amortizado. Al principio de la muestra, antes de que comenzara el proceso de endurecimiento de la política monetaria, la probabilidad de vender era más baja para instrumentos en la cartera de coste amortizado. Este efecto, sin embargo, pasa a no ser significativo a lo largo del tiempo. Por el contrario, se observa un mayor impacto de la pérdida latente a la hora de explicar las (no) decisiones de venta, en particular desde el primer trimestre de 2022, cuando comenzaron las subidas de tipos en los mercados.

Al principio de la muestra, a finales de 2021, las pérdidas latentes eran muy bajas, por lo que es razonable que tuvieran una incidencia reducida en las decisiones de venta de las entidades, y que el efecto fijo de coste amortizado capture la naturaleza de una cartera pensada para agrupar títulos que se pretenden mantener hasta su vencimiento. Al elevarse las pérdidas latentes con la subida de tipos de interés, estas proporcionan un incentivo más relevante para que las entidades no vendan activos de renta fija, pero también más discriminante entre distintos instrumentos de coste amortizado que acumulan un grado diverso de pérdida.

En cuanto a los determinantes de las compras de instrumentos de renta fija (véase de nuevo el gráfico 2), las estimaciones indican que es menos probable adquirir bonos y contabilizarlos a coste amortizado, en lugar de a valor razonable (si bien, al igual que en el caso de las ventas, el efecto estimado no es estadísticamente significativo en la media del período de estudio). En cuanto a la influencia de las características de la entidad para determinar las compras, una mayor rentabilidad del negocio o una mejor posición de solvencia de la entidad estarían relacionadas con menores compras de estos instrumentos¹¹. Este último resultado debe compararse con el de las ventas, para las que se encontró que las entidades más solventes tenían menor propensión a vender. Por tanto, las variaciones netas en las tenencias (en términos de posiciones compradas frente a vendidas) podrían ser similares entre bancos con mayor o menor capital.

10 Véase EBA. (2023). «Ejercicio *Ad-hoc* de Pérdidas no Realizadas».

11 Cabe puntualizar que, en las estimaciones de la probabilidad de comprar deuda, no se incluyen las variables de pérdida latente, ya que, por definición, un instrumento no puede acumular deterioros en el momento de su compra.

ADAPTACIÓN DE LA CARTERA DE RENTA FIJA DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL ANTE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (cont.)**Conclusiones**

Este recuadro reúne evidencia sobre la adaptación dinámica de las entidades bancarias de su cartera de renta fija ante el aumento de los tipos de interés. El nuevo entorno puede proporcionar incentivos para incrementar estas exposiciones, tanto por la compra de nuevos títulos, buscando mejorar su rentabilidad o solvencia, como al evitar la venta de títulos que acumulan pérdidas latentes. A su vez, el incremento progresivo del peso de las exposiciones clasificadas a coste amortizado limita las potenciales pérdidas ante subidas adicionales de los tipos de interés.

Esta capacidad de los bancos para optimizar su cartera de renta fija debe ser tenida en cuenta para una valoración más completa de la presencia de pérdidas latentes y de los riesgos de liquidez. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que la optimización a nivel de entidad individual no garantiza la ausencia de acumulación de riesgos sistémicos y, así, es necesario continuar con la vigilancia macroprudencial de su evolución, aunque por el momento no se hayan detectado señales de alarma. Además, los patrones de gestión de la cartera de renta fija podrían verse alterados bajo un escenario de mayor tensión financiera.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

Como en años anteriores, el Banco de España ha aplicado su marco metodológico propio FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*)¹ para examinar la capacidad de resistencia del sistema bancario español ante la materialización de riesgos sobre el entorno macrofinanciero. Este marco presenta distintas diferencias metodológicas con respecto a los ejercicios realizados por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés)².

El ejercicio de este año ha considerado los escenarios macroeconómicos definidos para las pruebas de resistencia de 2023 de la EBA³, con el horizonte temporal 2023-2025. Por un lado, el escenario base, más cercano a las previsiones económicas⁴, y, por otro lado, un escenario adverso, en el que se materializan los riesgos identificados, deteriorándose significativamente el entorno macrofinanciero. Al igual que en anteriores ejercicios, el ejercicio actual se ha desarrollado bajo la hipótesis de balance dinámico, por lo que la exposición de las entidades también se adapta a la evolución asumida en los escenarios macroeconómicos⁵.

De manera adicional al ejercicio de solvencia, se reportan resultados de la evaluación de la liquidez a través de la aplicación de tasas de salida de financiación estresadas en la ratio LCR.

Descripción de los escenarios

El escenario base refleja las expectativas de evolución del entorno económico en el momento de su elaboración, y

contempla un crecimiento real de la economía española, con una tasa media del 2 % en el horizonte de proyección (véase gráfico 1). En contraste, la materialización del escenario adverso provocaría una contracción acumulada de la economía, con una tasa media de decrecimiento del 1,8 % en ese mismo horizonte. Uno de los determinantes clave de la contracción en el escenario adverso es el incremento del nivel de precios (medido por el IAPC), que situaría la inflación media anual en el período 2023-2025 en el 4,4 %, produciéndose una pérdida de poder adquisitivo de los hogares⁶. El comportamiento de los precios de la energía y de los alimentos explica este repunte de la inflación.

Los niveles de tipos de interés del escenario base son mayores que los asumidos en ejercicios anteriores, especialmente en los tramos a más corto plazo, debido al endurecimiento que ya se ha producido hasta ahora en la política monetaria como respuesta al repunte de la inflación desde 2021. En el escenario adverso se asume un endurecimiento adicional de las condiciones financieras, como consecuencia de un cierto aumento de las primas de riesgo. En concreto, el euríbor a doce meses y el tipo de interés del bono del Tesoro español a diez años medios en 2023-2025 se situarían en niveles alrededor de 120 puntos básicos (pb) superiores a los del escenario base (alcanzando el 4,7 % para los tipos a corto plazo y el 6,1 % para los tipos a largo plazo) (véase gráfico 2). En este contexto, las valoraciones bursátiles registrarían una caída del 43,4 % en términos acumulados, frente a la estabilidad del escenario base.

- 1 El FLESB es un marco metodológico *top-down*, es decir, aplica escenarios, supuestos y modelos de manera consistente para todas las entidades bancarias analizadas. Las fuentes de datos disponibles son muy granulares, y alcanzan el nivel de operación y activo adjudicado individual en el negocio en España. El marco metodológico lo desarrolla internamente el Banco de España. Las principales características de este marco se describen en el IEF de noviembre 2013. En años sucesivos, en el IEF se han ido presentando las principales mejoras y los nuevos desarrollos introducidos en él, ya que se trata de un marco dinámico en continuo desarrollo.
- 2 Bajo el marco FLESB, se aplican perturbaciones adversas adicionales sobre el riesgo de crédito con respecto a lo contemplado en el ejercicio de la EBA, en particular en base a una estimación de potenciales deterioros latentes derivados de las tensiones económicas en el período 2020-2022. Además, el ejercicio EBA considera un supuesto de balance estático, mientras que su tamaño puede oscilar de forma dinámica en el ejercicio FLESB en función del escenario. Adicionalmente, el ejercicio EBA considera un shock específico sobre el riesgo operativo no contemplado en el ejercicio FLESB. En cuanto a la muestra de entidades, el ejercicio EBA se limita a ocho entidades significativas, mientras que el ejercicio FLESB cubre todas las entidades significativas y entidades no significativas.
- 3 Véase la documentación en *EBA 2023 EU-wide stress test exercise*.
- 4 La evolución del crecimiento en el escenario base está en línea con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2022 para España y otros países relevantes para las entidades bancarias españolas.
- 5 En los escenarios de contracción de la actividad, se proyectan también decrecimientos del crédito al sector privado no financiero en distintas carteras (hogares y empresas) y en distintos países de exposición.
- 6 En términos de crecimiento acumulado, el escenario base asumiría un incremento del PIB del 6,2 %, mientras que, en el escenario adverso, la economía española se contraería un 5,4 % en los tres años del horizonte de previsión. La inflación acumulada en el escenario adverso alcanzaría el 13,7 %.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

El escenario considera también distintas sendas de Valor Añadido Bruto (VAB real) sectorial, consistentes con los supuestos sobre crecimiento sectorial en el ejercicio de la EBA⁷. El impacto del aumento del precio de la energía y otras materias primas, así como de las disrupciones en las cadenas de valor, es heterogéneo entre los distintos sectores, dando lugar a diferencias en términos de impacto del escenario adverso sobre el crecimiento del VAB real de

las diferentes ramas de actividad (véase gráfico 3). Los mayores impactos se observan en las ramas con un consumo intensivo de energía y otras materias primas, como la industria manufacturera o el transporte.

La EBA también contempla un escenario global, que cubre los países donde los bancos españoles tienen una presencia significativa (véase gráfico 4). La narrativa del

Gráfico 1
Escenarios base y adverso para España. Impacto macroeconómico (a)

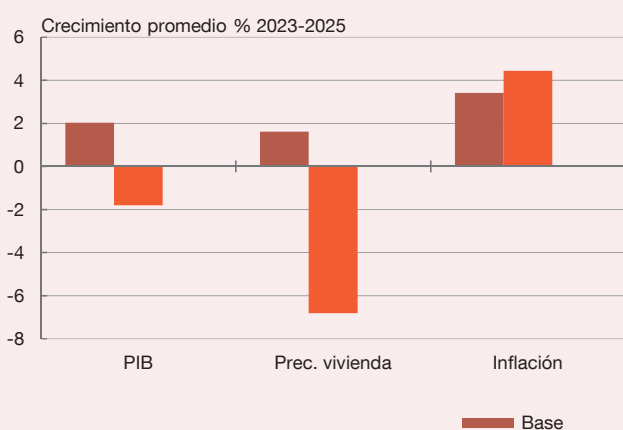
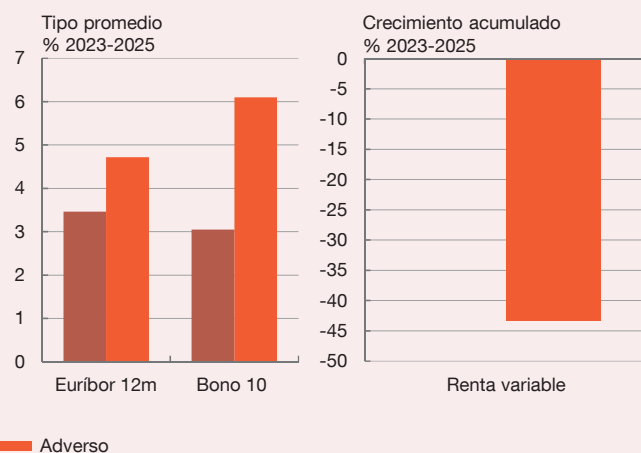


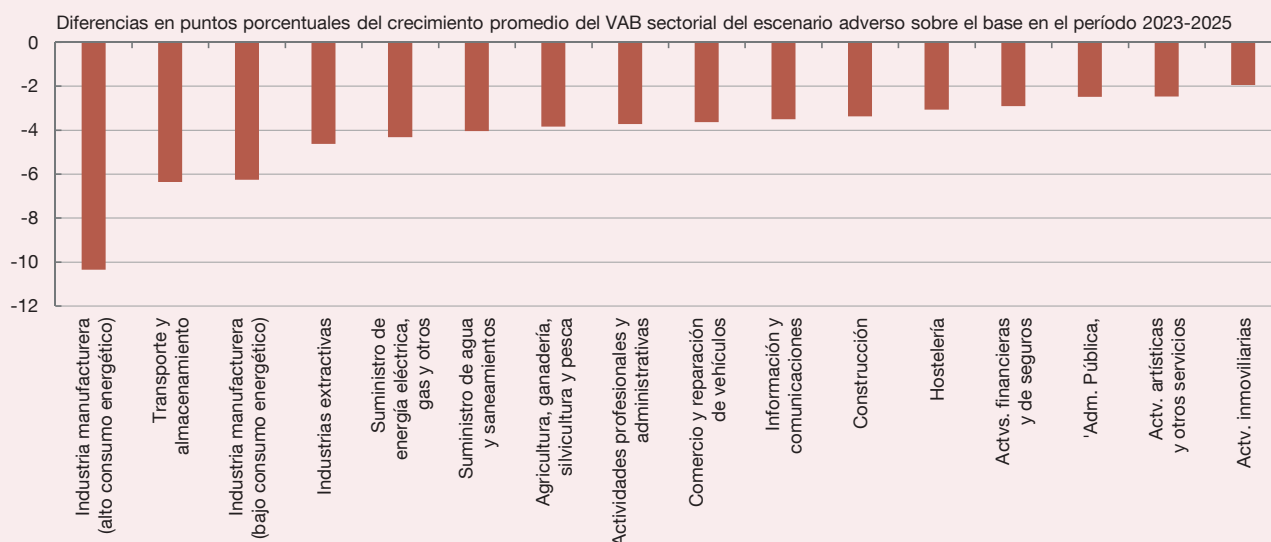
Gráfico 2
Escenarios base y adverso para España. Impacto en el entorno financiero (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La inflación se calcula a partir del Índice armonizado de precios de consumo (IAPC).
- b La evolución de la valoración de la renta variable se calcula a partir del Índice General de la Bolsa de Madrid.

Gráfico 3
Efecto del escenario adverso sobre el crecimiento promedio del VAB real en el período 2023-2025



FUENTE: Banco de España.

7 La metodología FLESB considera un nivel de granularidad sectorial mayor que el proporcionado en los escenarios de la EBA, con un total de 61 sectores. Se ha completado la desagregación sectorial de los escenarios a partir de regresiones de enlace.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

escenario adverso incluye la posibilidad de una agudización de las tensiones geopolíticas, e incluso el estallido de nuevas olas de COVID-19, que repercutirían en un entorno de estancamiento y desestabilización de las cadenas de valor a nivel global. En los países donde los bancos españoles tienen operaciones más significativas, las caídas medias del PIB real en este escenario serían severas, de entre el -2,8 % y el -1,5 %, y la inflación media superaría el 4 %, siendo excepcionalmente elevada en Turquía (27,1 %).

El escenario adverso también incluye un aumento global de los niveles de tipos de interés a corto y largo plazo (véase gráfico 5), con incrementos de las primas soberanas en diferentes países, y una depreciación de las monedas de países emergentes frente al euro.

Resultados agregados del ejercicio

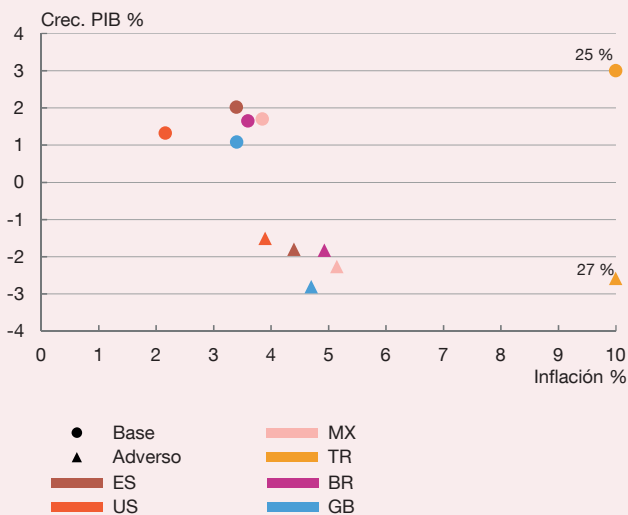
El gráfico 6 presenta la ratio CET1 observada en el año 2022 y los resultados agregados del ejercicio al final del horizonte (2025), bajo el escenario base y adverso. Para facilitar su interpretación, los resultados se muestran

agregados en tres grupos de entidades, que difieren en cuanto a tamaño, modelo de negocio y perfil de riesgo: las entidades supervisadas por el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) con actividad internacional más significativa⁸; el resto de entidades bajo supervisión directa del MUS; y entidades de menor tamaño bajo supervisión directa del Banco de España y sin actividad internacional relevante (LSI, *Less Significant Institutions*, por sus siglas en inglés).

El conjunto de entidades con presencia internacional significativa registra una ratio de CET1 del 12,3 % al inicio del ejercicio, inferior a la de los otros dos grupos de entidades, y termina con una ratio superior a la de partida en el escenario base en 2025, del 13,4 %; e inferior en el escenario adverso, del 9,5 %.

El resto de entidades bajo la supervisión del MUS presentan en 2022 una ratio de CET1 del 12,9 % y aumentan su solvencia en el escenario base, llegando a una ratio del 14,1 %; mientras que la reducen en el escenario adverso cerrando el ejercicio de resistencia en el 8,2 %.

Gráfico 4
Distribución por país de crecimiento promedio 2023-2025 del PIB real e inflación promedio en escenarios base y adverso (a) (b)

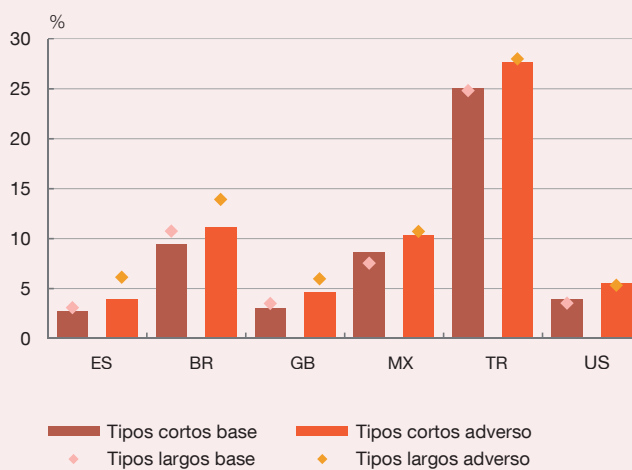


FUENTE: Banco de España.

- a El rango del eje horizontal se ha limitado debido a los valores extremos de la inflación en Turquía. La inflación promedio es del 24,8 % en el escenario base y del 27,1 % en el adverso.
- b La inflación se calcula a partir del índice armonizado de precios de consumo (IAPC).

8 De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a las tres en las que esta es de más importancia y más extendida en el tiempo.

Gráfico 5
Promedio 2023-2023 de los tipos a corto y largo plazo por país en los escenarios base y adverso



EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Por último, las entidades bajo supervisión nacional directa, partiendo de una ratio de CET1 del 18,2% en 2022, mejoran su solvencia en el escenario base, alcanzando el 21,4% en 2025, y reducen ligeramente su ratio de CET1, hasta el 17,3%, en el adverso.

Estos resultados reflejan que el sector bancario español sería resiliente a los impactos de los escenarios, mostrando unos niveles adecuados de solvencia agregada, especialmente considerando el impacto macrofinanciero tan negativo que se asume en el escenario adverso. Sin embargo, el impacto medido por grupos de entidades no

es homogéneo, como también se analiza más abajo con mayor detalle.

El gráfico 7 descompone los principales elementos que determinan el impacto de los escenarios sobre la ratio de CET1 entre el punto de partida y el final del horizonte⁹. En el escenario base, para las entidades españolas con actividad internacional más significativa, la generación de recursos a través del margen de explotación en España y del resultado neto en el extranjero (6,5% de APR) y las provisiones disponibles para cubrir deterioros en España (1,5% de APR) compensan sobradamente el volumen de pérdidas por deterioro en el negocio en España y las

Gráfico 6
Ratio CET1, observada en 2022 y resultado en 2025 de los escenarios base y adverso

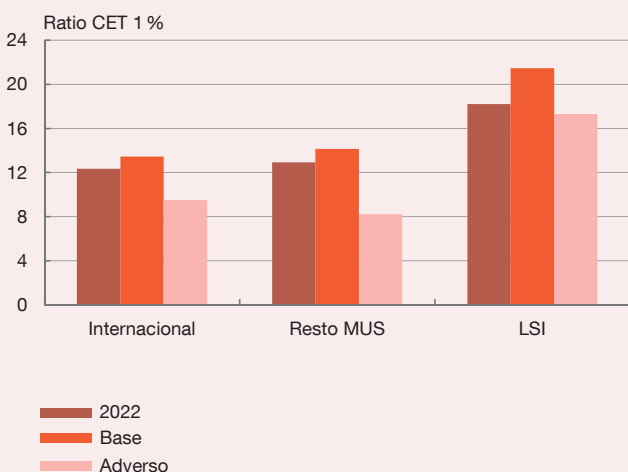
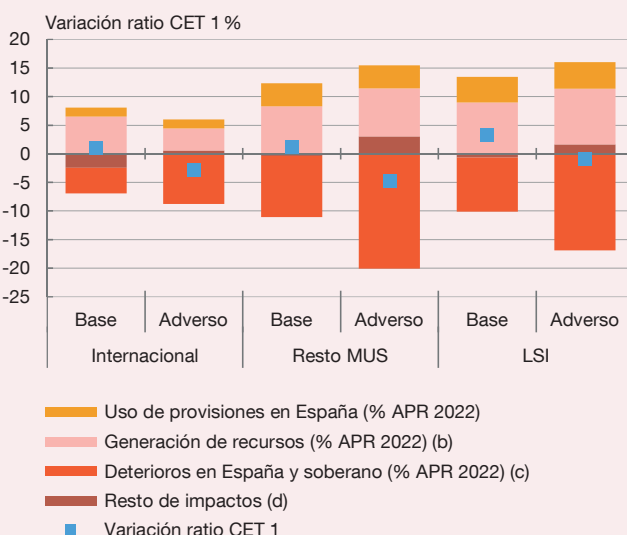


Gráfico 7
Impacto de los escenarios de materialización de riesgos en la solvencia de las entidades (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Los impactos se definen como las variaciones de la ratio de CET1 esperable en 2025 y de distintos flujos financieros en 2023-2025 (por ejemplo, generación de recursos) que resultarían de la materialización de las variaciones negativas de las condiciones macrofinancieras contempladas en los escenarios de este recuadro.
- b La generación de recursos de absorción de pérdidas viene determinada por el margen de explotación en España y por el resultado neto obtenido en el extranjero para aquellas entidades con actividad internacional significativa.
- c Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como el impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas a nivel consolidado.
- d Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios, cobertura de las pérdidas por préstamos con garantía ICO por parte del Estado y variación de APR.

9 Por un lado, aparecen los efectos de las pérdidas estimadas, que incluyen pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados, así como el impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas. Se muestran también los elementos capaces de absorber estas pérdidas; en concreto, el uso de provisiones existentes y la generación de recursos a través del margen de explotación en España y el resultado neto en el extranjero. Tanto las pérdidas, como los elementos de absorción de las mismas, se presentan como porcentaje de los activos ponderados por riesgo (APR) existentes en diciembre de 2022. Asimismo, se incluye el resto de impactos, que recoge otros elementos que afectan al capital CET1 (numerador de la ratio de solvencia) como pueden ser otras ganancias y pérdidas o efectos fiscales, así como la variación de los APR (denominador de la ratio de solvencia)..

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

correcciones de valor del soberano (4,5 % de APR en conjunto)¹⁰. La actividad fuera de España contribuye, en particular, de forma positiva a sostener la rentabilidad y la solvencia en este escenario. El resto de impactos contribuye de forma negativa (-2,5 % de APR), debido en parte a los impuestos y distribuciones de los beneficios generados, pero también al crecimiento de su volumen de negocio, traducido en mayores APR bajo este escenario.

En el escenario adverso, las pérdidas por deterioro en España y sobre las tenencias consolidadas de renta fija soberana ascienden al 8,8 % de APR para este grupo de entidades, y no son compensadas con el uso de provisiones (1,5 % de APR) y la generación de recursos (3,9 % de APR). Los negocios fuera de España contribuyen en mucha menor medida en el escenario adverso que en el base, debido a la fuerte contracción de economías clave para el negocio de los bancos españoles y a la depreciación del tipo de cambio.

El aumento de la ratio CET1 para el resto de entidades bajo la supervisión del MUS sería de 1,2 pp en el escenario base, mientras que se vería reducida en 4,7 pp en el adverso. En el escenario base, el uso de provisiones (4 %) y la generación de recursos (8,3 %) son más que suficientes para absorber las pérdidas por deterioro (10,7 % sobre APR), y la contribución del resto de impactos es negativa pero moderada (-0,4 % sobre APR).

En el escenario adverso, para este grupo de entidades, los mayores tipos de interés permiten generar un mayor margen de intereses y sostener así la generación de recursos (8,4 % de APR) a través del margen de explotación. Sin embargo, la suma de las contribuciones positivas de estos, del uso de provisiones (4 %) y del resto de impactos (3 %), que incluyen un cierto grado de desapalancamiento, no consiguen compensar las elevadas pérdidas por deterioro (20,1 % de APR). Estas aumentan de forma relevante a causa de la estanflación y los elevados tipos de interés, reduciendo la capacidad de hogares y empresas en España de hacer frente a sus obligaciones de pago con las entidades de depósito.

Por último, los resultados de la ratio de CET1 de las entidades bajo supervisión directa del Banco de España

muestran una mayor resiliencia en términos de generación de recursos y pérdidas por deterioro, por lo que los resultados son más favorables, con un aumento de la ratio CET1 de 3,3 pp en el escenario base y una reducción de solo 0,9 pp en el escenario adverso. En el escenario base, la generación de nuevos recursos de absorción de pérdidas (8,9 % de APR) y el uso de provisiones (4,5 % de APR) superan las pérdidas por deterioro (9,5 % de APR) y el resto de impactos (-0,7 % de APR).

En el escenario adverso, los nuevos recursos de capital generados también son muy positivos (hasta el 9,7 % de APR) debido al aumento del margen de interés provocado por la subida de tipos y, junto con el uso de provisiones (4,6 % de APR) y el desapalancamiento que lleva al resto de impactos a tener un valor positivo (1,6 % sobre APR), compensan en gran medida las pérdidas por deterioro (16,9 % de APR).

Comparando los resultados a nivel agregado con los obtenidos en el ejercicio FLESB del año pasado se observa un mayor consumo de capital en el escenario adverso del ejercicio actual (3,3 pp frente a 2,3 pp). Además, la ratio CET1 al final del ejercicio es inferior (9,5 % frente a 10,5 %).

En los canales de impacto, con respecto al ejercicio pasado, se observa una menor generación de recursos (5,4 % frente a 7,1 % sobre APR, una diferencia de 1,7 pp), ante un escenario global más severo que el analizado en el ejercicio de 2022, y que reduce tanto los resultados netos obtenidos en el extranjero como el margen de explotación en España. Las provisiones de crédito pre-existentes en España también se reducen (2,3 % frente a 2,8 %, una diferencia de 0,5 pp), mientras que el resto de efectos (incluyendo desapalancamiento, variación de tipos de cambio, etc.) incrementan su contribución positiva (1,3 % frente a 0,7 %, una diferencia de aproximadamente 0,6 pp).

Las pérdidas agregadas por deterioros financieros en España y minusvalías en renta fija soberana se reducen con respecto al ejercicio pasado (12,2 % frente a 12,9 %, una diferencia de -0,7 pp). Esto se debe a que las menores pérdidas soberanas, con el grueso del ajuste de su valoración realizado en 2022, más que compensan el

10 El grupo de entidades españolas con actividad internacional más significativa difiere de los otros dos grupos en que incorpora resultados netos del negocio en el extranjero en su generación de recursos, capturando también las mayores dotaciones por deterioro fuera de España en el escenario adverso. Por ello, para este grupo de entidades, los deterioros, uso de provisiones y otros efectos en España, por su modelo de negocio diversificado internacionalmente, tienen un menor peso relativo sobre el total de APR.

incremento de las pérdidas de crédito por el escenario macroeconómico más severo en España. Además, estas pérdidas de crédito están parcialmente mitigadas por la disipación durante 2022 de parte de los potenciales deterioros latentes acumulados durante la crisis sanitaria.

El ordenamiento por impacto en la ratio final de CET1 de los grupos de entidades es comparable al del año pasado, siendo mayor el impacto para el resto de entidades bajo la supervisión de MUS, mientras que las menos afectadas son las entidades bajo supervisión directa del Banco de España.

Como ejercicio adicional se han obtenido también resultados para un escenario base más actualizado basado en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2023. Estas contemplan una evolución más positiva de la actividad de lo esperado en el invierno de 2022. En este contexto, la ratio de CET1 al final del ejercicio para el conjunto de entidades alcanzaría el 14,2 %, 24 pb más que bajo el escenario base de la EBA.

Análisis de los canales de impacto

El principal canal de impacto negativo para la solvencia de las entidades españolas es el aumento en las dotaciones a provisiones por deterioro en la cartera crediticia¹¹. Como se muestra en el gráfico 8, en el escenario adverso, la fuerte contracción del PIB real y los mayores tipos de interés generan un aumento mediano estimado de las dotaciones por deterioro de crédito en España sobre APR de 7,4 pp con respecto al escenario base. Este impacto es heterogéneo entre entidades bancarias debido a las diferencias de partida en la calidad de los préstamos, la composición sectorial de los mismos y el grado de cobertura de las garantías ICO.

Al igual que en el ejercicio del año anterior, en el que también se descontaba una subida de tipos mayor en el escenario adverso que en el base, se produce un ajuste negativo a través de la corrección en el valor de las tenencias de renta fija soberana. En concreto, en el

escenario adverso la pérdida mediana adicional por tenencias de renta fija soberana sería de 0,6 pp sobre APR (véase gráfico 8), si bien, este valor es heterogéneo entre entidades. Las pérdidas por este tipo de exposición son más significativas para aquellas entidades con mayor proporción de deuda pública clasificada a valor razonable¹², cartera que se ha visto reducida para la mayoría de entidades, lo que repercute en una menor pérdida esperada con respecto al ejercicio del otoño pasado. Estas pérdidas también se ven influidas por la proporción de instrumentos con un vencimiento mayor y la tenencia de deuda pública de países que afrontan mayores descuentos debido a su coyuntura macrofinanciera.

Por último, entre los principales canales de impacto de los escenarios, también cabe destacar el incremento del margen de interés. La ampliación de este margen de intermediación constituye un canal de impacto positivo en el escenario adverso dados los mayores tipos de interés asumidos. En el negocio en España, el incremento mediano estimado del margen de interés es de 0,65 pp en el escenario adverso frente al base (véase gráfico 8), algo inferior al ejercicio de resistencia realizado en 2022 debido a que las diferencias base-adverso de los tipos de interés no son tan pronunciadas. En este caso, los resultados varían entre entidades en función de la composición de sus fuentes de fondos y activos, así como la remuneración y rentabilidad de los mismos.

Análisis adicional de sensibilidad

La metodología FLESB permite realizar análisis de sensibilidad adicionales mediante el ajuste de determinados parámetros del ejercicio.

En línea con los otros ejercicios realizados desde 2020, se ha estimado el efecto en la solvencia bancaria del programa de avales públicos ICO que se inició ante la pandemia de la COVID-19 para mitigar el impacto económico de esta sobre el sector empresarial. Ante la incertidumbre sobre la calidad de crédito de los préstamos avalados y su evolución, el efecto se estima teniendo en

11 Nótese que la cartera crediticia representa el 64,3 % de la exposición en España de las entidades de la muestra. En el conjunto de los préstamos en el negocio en España a empresas y hogares, las primeras presentan un peso relativo del 45,6 % frente al 54,4 % de los segundos.

12 Distintas carteras de inversión de las entidades bancarias se clasifican a valor razonable, ajustándose el valor de los activos registrados bajo las mismas de acuerdo con su valor económico realizable en el mercado. Este criterio está motivado por la presunción de que la venta antes del vencimiento de estos activos es una posibilidad dentro de la estrategia de inversión de la entidad. Por el contrario, los activos para los que se supone su mantenimiento hasta vencimiento, por ejemplo, con el propósito de cobrar pagos de interés, se valoran de acuerdo con el criterio de coste amortizado, y su valor corresponde con la parte no amortizada ni deteriorada de su valor nominal.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 8
Distribución por entidades de los impactos (sobre APR de 2022) del escenario adverso en dotaciones por deterioros financieros, pérdida soberana y margen de interés (a). Entidades SI

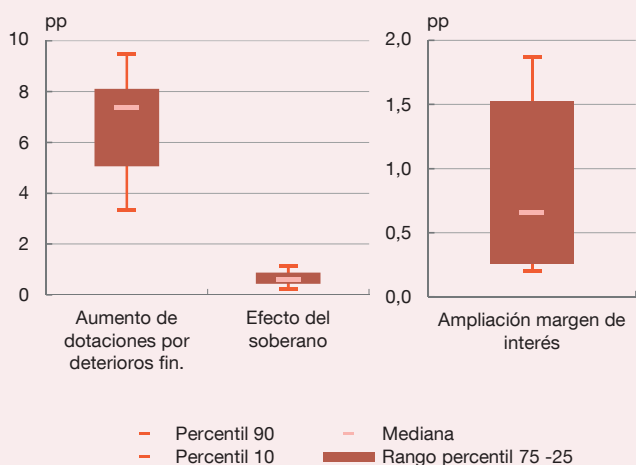


Gráfico 9
Efecto del programa de avales ICO (b) (c)

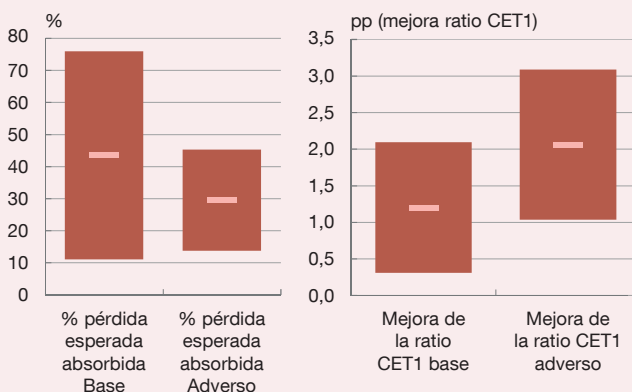
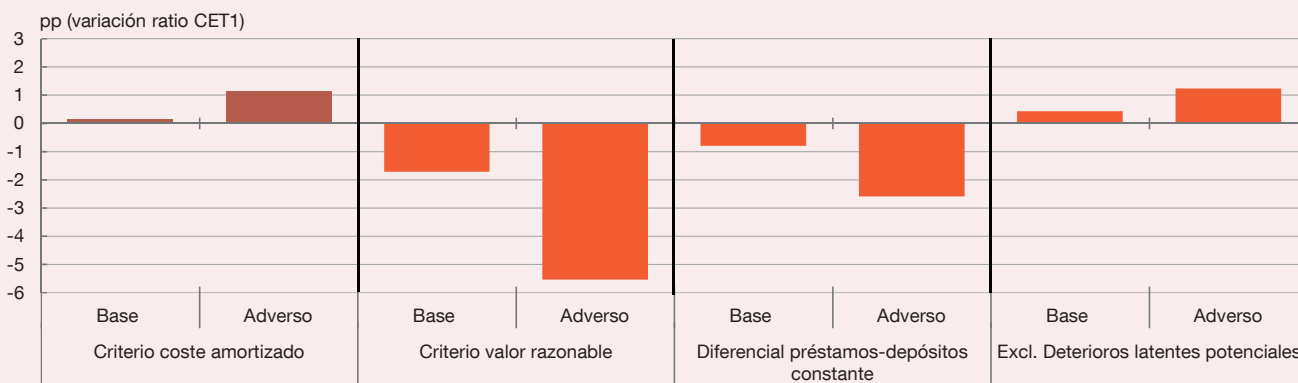


Gráfico 10
Sensibilidades a otros supuestos de modelización (d)



FUENTE: Banco de España.

- a** Se muestra la distribución por entidades de las diferencias entre el escenario adverso y el escenario base en la ganancia por la ampliación del margen de interés del negocio en España, en las pérdidas por el aumento de dotaciones del negocio en España y en el efecto de soberano del negocio consolidado. Estas medidas son acumuladas en el horizonte 2023-2025 sobre APR de 2022 para el escenario base y para el escenario adverso, y las entidades consideradas son las SI. En las cajas se representan los valores entre los percentiles 25 y 75, mientras que las barras muestran los percentiles 10, 50 (mediana) y 90.
- b** En el análisis principal, cuyos resultados se muestran en los gráficos 6 y 7 de este recuadro, se recoge el efecto del programa de avales bajo supuesto intermedio.
- c** Se muestra el rango de efecto de la medida sobre la pérdida esperada de la cartera de empresas (izqda.) y sobre la ratio CET1 (dcha.) en función de los supuestos realizados sobre la calidad crediticia de los préstamos a empresas y empresarios individuales en España en el programa de avales ICO. El efecto mínimo asume que su pérdida esperada es igual a la media de la cartera de crédito empresarial, mientras que el efecto máximo asume que las entradas en dudoso se concentran, en primer lugar, en los préstamos avalados. La línea indica el nivel de efecto intermedio.
- d** Se muestran las diferencias en los ratios de capital CET1 proyectadas para 2025 en los ejercicios de sensibilidad frente a las proyectadas en el ejercicio principal de solvencia, en promedio para las SI y las LSI. Los ejercicios de sensibilidad consideran los siguientes impactos: i) efecto de reclasificar todas las exposiciones a renta fija soberana a coste amortizado; ii) efecto de reclasificar todas las exposiciones a renta fija soberana a valor razonable; iii) impacto de mantener constante el diferencial de tipos de interés entre préstamos y depósitos; y iv) excluir del ejercicio el efecto de las potenciales pérdidas latentes acumuladas en el período 2020-2022 en la cartera de crédito empresarial como consecuencia del período de crisis extraordinarias durante este período.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

cuenta un rango de supuestos¹³. Bajo la hipótesis de un supuesto intermedio, el programa de avales públicos aumentaría la ratio de CET1 en 1,2 pp en el escenario base y en 2,1 pp en el escenario adverso (véase gráfico 9). Esta medida beneficia la solvencia de las entidades españolas, aunque debe tenerse en cuenta que el programa tendrá un mayor coste fiscal cuantas más pérdidas por deterioro sea capaz de absorber.

Además, ante el entorno de mayores tipos de interés, se ha actualizado el análisis de sensibilidad para estimar pérdidas de valor potenciales de la cartera de renta fija soberana, bajo el supuesto de que las entidades clasificaran todas sus tenencias de deuda pública (en España y en el extranjero) a criterio de coste amortizado antes de que se produzcan las subidas de tipos de interés en el escenario, (véase gráfico 10). Ante esta hipótesis, la ratio CET1 sería 0,16 pp y 1,15 pp superior en el escenario base y adverso, respectivamente, en comparación con los resultados del ejercicio principal, donde se considera el peso real de la deuda a coste amortizado a finales de 2022 en la cartera de las entidades.

Con esta estrategia, las entidades limitarían las pérdidas de valor a corto plazo por las subidas de tipos. Sin embargo, esto implicaría también mantener más tiempo en balance instrumentos con una rentabilidad relativamente baja, un efecto adicional que no se ha examinado. Estos resultados de mejora de la ratio CET1 son inferiores a los medidos en el ejercicio del año pasado para esta posibilidad, ya que las entidades han ido aumentando, de hecho, el porcentaje que la cartera de coste amortizado representa sobre el total.

En el extremo contrario, si las entidades tuvieran que ajustar todas sus tenencias de bonos soberanos a criterio de valor razonable, el deterioro en el valor de las tenencias

de deuda pública generaría una caída en la ratio CET1 de 1,71 pp y 5,54 pp, en el escenario base y adverso, respectivamente, en relación con los resultados del ejercicio actual. Debe tenerse en cuenta que incluso en un escenario de tensión de liquidez es muy poco plausible que las entidades realicen el conjunto de deterioros latentes, por la presencia de coberturas, y por la posibilidad de recurrir a reservas de activos líquidos sin pérdidas latentes y a la financiación de bancos centrales¹⁴. Esta cifra de sensibilidad es elevada y representa un cierto elemento de vulnerabilidad, pero se ve mitigada de forma notable por la sólida posición de liquidez de las entidades españolas¹⁵.

Otro análisis de sensibilidad realizado ha consistido en estimar el efecto de que las entidades mantuvieran constante el diferencial de los tipos de interés de préstamos y de depósitos, en contraste con la estimación del ejercicio principal, que considera su expansión ante las subidas de tipos de interés, en base a la experiencia histórica. De esta forma, se obtendrían reducciones en la ratio de CET1 de 0,8 pp y 2,6 pp en los escenarios base y adverso, respectivamente. Por tanto, la expansión de los márgenes unitarios entre préstamos y depósitos es un elemento de mitigación relevante en escenarios adversos que incluyen una subida de tipos de interés.

Dentro del ejercicio se considera, aunque por un importe menor que en los años previos¹⁶, el impacto en términos de mayores probabilidades de impago de que se materialicen deterioros latentes (con origen en la crisis del COVID-19) de la calidad del crédito a empresas. Suprimir este efecto equivaldría a una ausencia completa de deterioros latentes. Este supuesto generaría una mejora en la ratio CET1 de 0,42 pp y 1,23 pp, en el escenario base y adverso, respectivamente, en relación con los resultados del ejercicio principal.

13 El mínimo de la banda asume que la pérdida esperada en préstamos avalados es igual a la media de la cartera de crédito empresarial; y el máximo que los préstamos avalados se concentran en los deudores con mayor riesgo. Los resultados de la sección anterior se derivan con un efecto de los avales ICO en el punto medio de este rango.

14 En el análisis a nivel europeo Ad-hoc analysis on bank bond holding de la EBA, las coberturas en el escenario adverso reducen las pérdidas en un 23 %. Este porcentaje corresponde, sin embargo, a una media europea, no específica de las entidades bancarias españolas.

15 En el cuerpo principal del capítulo 2 de este Informe se muestra la evolución de la ratio LCR y NSFR de las entidades españolas.

16 A diferencia de los ejercicios realizados entre 2020 y 2022, las perturbaciones adicionales sobre riesgo de crédito en FLESB 2023 basadas en el deterioro no materializado en 2020 gracias a las medidas de política económica se ven minoradas por dos ajustes. Por una parte, se considera la posibilidad de que ya se hayan materializado parte de estos riesgos. Se minoran así su importe por los errores de predicción a la baja (predicción por debajo del dato realizado en 2021 y 2022) en las probabilidades de impago, que se tomarían como indicio de que el deterioro ha aflorado ya parcialmente. Por otra parte, se ajustan a la baja en función del ritmo de amortización de los préstamos avalados por el ICO, que es indicativo de la reducción del endeudamiento extraordinario asumido para afrontar las necesidades extraordinarias de liquidez de 2020.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Resultados del ejercicio de Liquidez

El análisis de la posición de liquidez de cada entidad en el marco FLESB está basado en la ratio LCR. Para llevar a cabo este análisis, el escenario base considera los coeficientes regulatorios de salidas de fondos a 30 días fijados por el Comité de Basilea y la EBA mientras que el escenario adverso es calibrado por el Banco de España en base a las salidas de fondos observadas en crisis de

liquidez en la experiencia histórica reciente. En el gráfico 11 se muestran los principales coeficientes que determinan los escenarios definidos.

La ratio LCR mide si los activos líquidos de alta calidad y libres de cargas¹⁷ son suficientes para cubrir las necesidades netas de financiación en caso de materializarse un escenario de problemas de liquidez en los siguientes 30 días naturales.

Gráfico 11
Porcentaje de salidas de fondos por tipo de depósito y escenario (a)



Gráfico 12
Impacto sobre la Ratio LCR Entidades Bajo Supervisión MUS

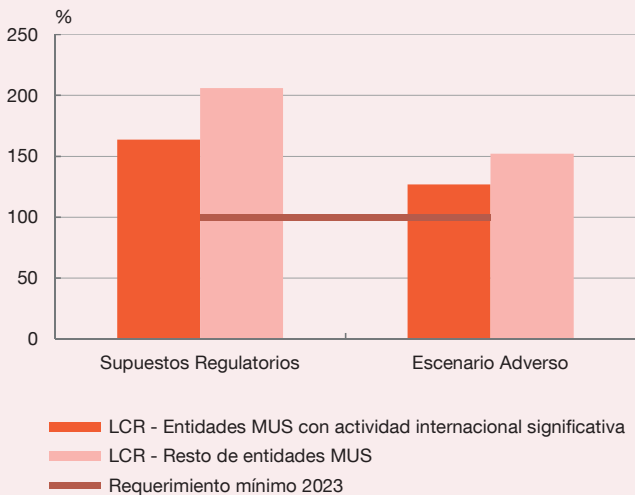
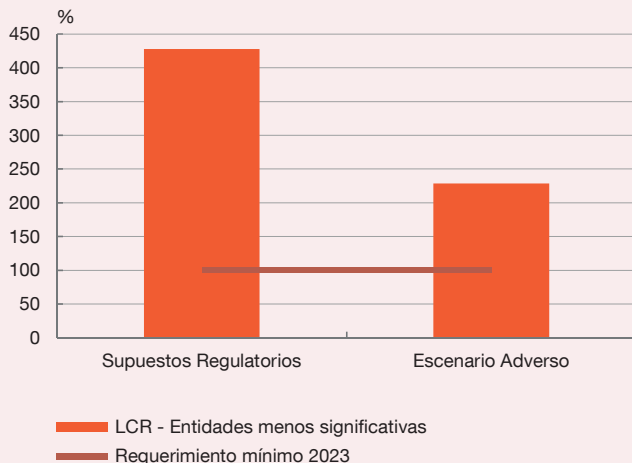


Gráfico 13
Impacto sobre la Ratio LCR Entidades Menos Significativas



FUENTE: Banco de España.

a Ciertas actividades obligan a los clientes a realizar o mantener depósitos en un banco para mejorar así su capacidad de acceder y utilizar los sistemas de pago y liquidación o realizar pagos por otros medios, estos depósitos son los considerados operativos. Tanto los depósitos operativos como los no operativos corresponden al sector de empresas.

17 La ratio LCR es el porcentaje que resulta de dividir los activos de alta calidad (*High Quality Liquid Assets*, HQLA por sus siglas en inglés) del banco entre las salidas netas de efectivo (diferencia entre las salidas de efectivo y las entradas previstas).

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

En este ejercicio, la fecha de referencia utilizada como punto de partida es junio de 2023, con el propósito de capturar posibles efectos derivados de las turbulencias financieras que ocurrieron a principios de este mismo año. El horizonte de análisis, en línea con la definición de la ratio LCR, cubre los 30 días posteriores a esa fecha. Sobre este horizonte de estudio se aplican los coeficientes de salida para los escenarios base y adverso descritos anteriormente.

Los gráficos 12 y 13 muestran los resultados obtenidos de este análisis, a partir de los cuales se puede observar que la situación de las entidades españolas en términos de liquidez es bastante robusta, ya que en todos los grupos de entidades se superan los requerimientos de LCR mínimos establecidos para 2023 (100%) en ambos escenarios. Destaca especialmente la posición de liquidez de las entidades menos significativas, que incluso en el escenario adverso presentan una ratio de 228%.

Conclusiones

El ejercicio de resistencia pone de manifiesto que las entidades españolas mantendrían niveles adecuados de solvencia agregada ante un escenario marcadamente adverso. El impacto en términos de consumo de capital sería significativo, pero el conjunto de entidades analizadas muestra una notable capacidad de resistencia, debido a

sus niveles de capital iniciales y a la capacidad de generación de recursos y provisiones pre-existentes. La posición de liquidez a corto plazo medida por un LCR al que se aplica estrés adicional también se comprueba sólida en estos ejercicios.

La pérdida de la cartera soberana de las entidades ha disminuido con respecto al año pasado, debido a que ya se ha producido en 2022 un ajuste notable de valoración ante subidas de tipos ya producidas y las entidades han reducido además la proporción de su exposición en la cartera de valor razonable. Por otro lado, aunque las subidas de tipos de interés repercutirían con un grado de certeza elevado de forma favorable en el margen de interés, también tendrían impactos negativos sobre otras partidas del balances y cuentas de resultados, como el saldo de créditos dudosos y las dotaciones por deterioros de la calidad crediticia.

No obstante, a pesar de los resultados obtenidos, se deben aplicar cautelas, como la presencia de heterogeneidad en los resultados de entidades individuales en torno al agregado del grupo. Las entidades y la supervisión macroprudencial y microprudencial, deben seguir valorando los retos e incertidumbres a los que se enfrenta el sector, y mantener la vigilancia para reaccionar con rapidez ante la materialización de riesgos potenciales.

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

3 RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

Los indicadores contemporáneos de tensiones financieras sistémicas se han reducido notablemente tras las turbulencias experimentadas por el sector bancario en marzo, que afectaron en menor medida a la banca del área del euro que a la de Estados Unidos. Por otro lado, en España el volumen de crédito bancario ha continuado reduciéndose ante el incremento de los costes de financiación en un entorno de subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE). Este factor, unido a un crecimiento nominal elevado, ha contribuido a mantener la tendencia descendente de la brecha de crédito-PIB en nuestro país, que ya se sitúa en valores negativos. El resto de los indicadores complementarios empleados en la calibración del colchón de capital anticíclico (CCA) también han mostrado un comportamiento moderado. Estos desarrollos son coherentes con la ausencia de señales de desequilibrios cíclicos en la economía española. Por ello, resulta aconsejable mantener el porcentaje del CCA en el 0 %.

En el caso del sector inmobiliario, se ha intensificado la caída del crédito a la vivienda, y ha comenzado a revertir el estrechamiento que se venía observando en los diferenciales de tipos de interés de préstamos nuevos. Estos factores, unidos a un ligero endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos, contribuyen a reducir la alerta que se había identificado en IEF previos sobre este mercado. No obstante, el hecho de que los precios de la vivienda hayan mostrado un cierto repunte en el segundo trimestre del año, creciendo a tasas interanuales algo superiores a las del IPC, hace necesario mantener el seguimiento del sector.

Entre los desarrollos regulatorios y supervisores europeos recientes, destacan la finalización de la incorporación del marco de Basilea III a la normativa europea y las propuestas legislativas sobre gestión de crisis y seguro de depósitos y sobre el desarrollo del euro digital. En Estados Unidos, como resultado de las turbulencias en su sector bancario de marzo de este año, se plantea una revisión significativa de su marco prudencial bancario. De forma relacionada, el Comité de Basilea ha publicado un informe sobre las implicaciones para la regulación y supervisión bancarias de los episodios de turbulencias de primavera.

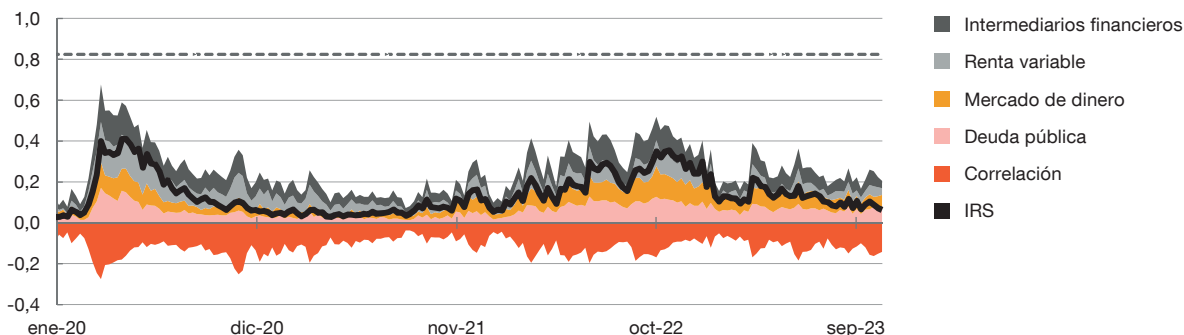
3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas

Tras las turbulencias experimentadas a escala global por el sector bancario en marzo de 2023, las tensiones sistémicas de los mercados financieros se han reducido notablemente. El indicador de riesgo sistémico (IRS), que elabora el

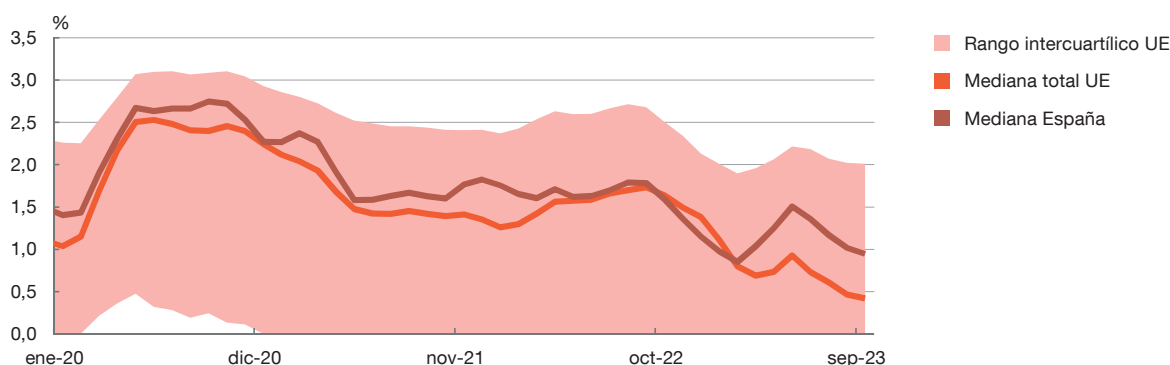
Gráfico 3.1

Las tensiones en los mercados financieros se han reducido desde marzo de 2023

3.1.a Indicador de riesgo sistémico (a)



3.1.b Distribución del indicador SRISK de riesgo sistémico (b)



FUENTES: Datastream, SNL Financial, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El IRS agrega doce indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos del sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el [recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013](#). La línea punteada representa el máximo histórico del IRS. Datos actualizados a 18 de octubre de 2023.
- b El indicador SRISK está expresado como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son el 4,5% para los requerimientos de capital, el 10% para la caída del índice europeo de renta variable y 22 días laborables para el período en el que se produce la hipotética caída del mercado; véase C. Broto, L. Fernández Lafuerza y M. Melnychuk. (2022). "Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?". Documentos de Trabajo - Banco de España, 2243 para más detalles. El índice SRISK para los meses del tercer trimestre de 2023 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del segundo trimestre de 2023 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses. El rango intercuartílico se define como la diferencia entre los percentiles del 75% y del 25% de la distribución del SRISK de los bancos de la UE. Datos actualizados a 30 de septiembre de 2023.

Banco de España a partir de información de los mercados financieros españoles¹, ha disminuido de forma notable desde la primavera de este año y actualmente se sitúa en valores similares a los anteriores al inicio de la guerra de Ucrania (véase gráfico 3.1.a). Las menores tensiones se han reflejado en los cuatro segmentos financieros considerados en el cálculo del IRS. Igualmente, el indicador de riesgo

1 Este indicador integra información de los cuatro segmentos más representativos de los mercados financieros españoles (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros) y está diseñado para que su valor aumente cuando se produzcan tensiones en estos cuatro segmentos simultáneamente. Para una explicación detallada de la metodología de cálculo del IRS, véase el [recuadro 1.1 del Informe de Estabilidad Financiera de mayo de 2013](#).

sistémico SRISK también se ha reducido² tras experimentar un repunte significativo en marzo, mayor para las entidades españolas que para el conjunto de la UE (véase gráfico 3.1.b). Actualmente se sitúa por debajo de los niveles de finales de 2019, el período previo a la irrupción de la pandemia del COVID-19.

El riesgo de liquidez del sector bancario se ha elevado de forma global. Si bien los indicadores generales de riesgo sistémico no sugieren ninguna alerta, el contexto actual de endurecimiento de las condiciones financieras está suponiendo un mayor riesgo de liquidez. De hecho, durante los últimos trimestres se han materializado algunas perturbaciones en el sistema financiero, que han evidenciado tensiones, tanto en la liquidez de los mercados como en la facilidad para captar fondos por las entidades³. Por ejemplo, en marzo de 2023 algunos bancos regionales de Estados Unidos experimentaron retiradas extraordinarias de depósitos⁴, mientras que las tensiones en los mercados de deuda soberana de Reino Unido de finales de 2022 representarían un ejemplo de riesgo de liquidez de mercado.

Las entidades españolas también afrontan mayor riesgo de liquidez en su financiación, en línea con la situación del conjunto del sistema financiero europeo. El Banco de España ha elaborado un indicador compuesto para el seguimiento de esta métrica de liquidez, que agrupa tres dimensiones relevantes: riesgo de garantía, riesgo de reembolso y riesgo de refinanciación⁵. Las dos últimas dimensiones son las más importantes ahora mismo, ya que se ven más directamente afectadas por el efecto de la subida de los tipos de interés. De hecho, son las principales responsables del deterioro reciente que muestra el indicador (véase gráfico 3.2).

La brecha de crédito-PIB para España se ha situado en terreno negativo y presenta una tendencia a la baja. Este descenso se debe tanto al avance del PIB nominal como a la caída del crédito. De este modo, la brecha de crédito-PIB continúa alejándose por debajo del umbral de referencia de 2 puntos porcentuales (pp), a partir del cual se considera que pueden existir desequilibrios en el ciclo de crédito (véase gráfico 3.3). La brecha de producción, que mide la distancia entre el nivel de actividad observado y su potencial, se ha mantenido relativamente estable en los últimos periodos, aunque más cercana ya a valores positivos. El

2 Véase Christian Brownlees y Robert F. Engle. «SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk». *The Review of Financial Studies*, 30, páginas 48-79. Este indicador mide el valor de mercado del déficit de capital regulatorio de un banco o del conjunto del sector bancario tras la materialización de una corrección importante en el mercado de renta variable. Constituye así una métrica de riesgo sistémico, pues un coste elevado para el sector bancario para cerrar su déficit de capital podría distorsionar la función de intermediación financiera.

3 La liquidez se puede definir como «liquidez de financiación», relacionada con la capacidad de financiación de las entidades en los mercados, o «liquidez de mercado», que es la facilidad con la que los activos financieros pueden venderse en los mercados sin que su precio se vea afectado significativamente.

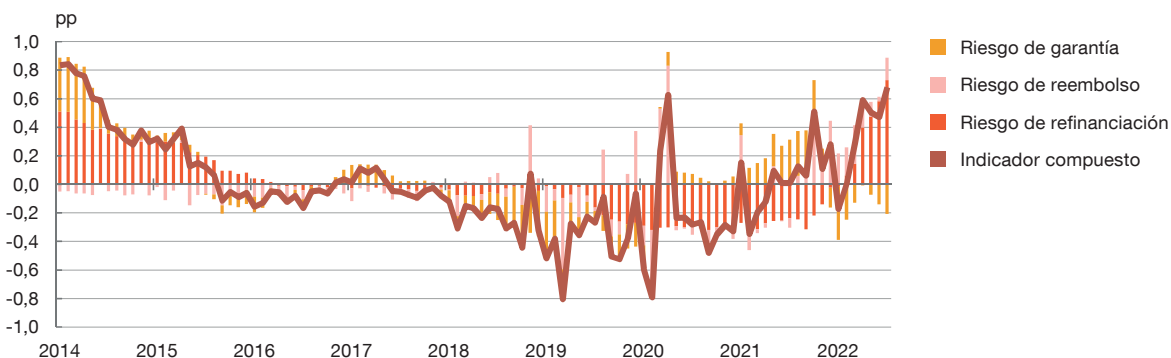
4 Parte de estos fondos fueron captados por bancos de mayor tamaño y también por fondos monetarios, por lo que se mantuvieron dentro del circuito del sistema financiero.

5 El riesgo de garantía se refiere al riesgo de que el valor de las garantías cambie y, por tanto, lo hagan los márgenes y los recortes de valoración; el riesgo de reembolso se refiere al riesgo de una retirada de depósitos; y el riesgo de refinanciación se refiere al riesgo de que la renovación de contratos de financiación a corto plazo se haga más costosa.

Gráfico 3.2

El riesgo de liquidez de la financiación bancaria se ve tensionado por las subidas de tipos de interés

3.2.a Indicador compuesto de liquidez de financiación (a)



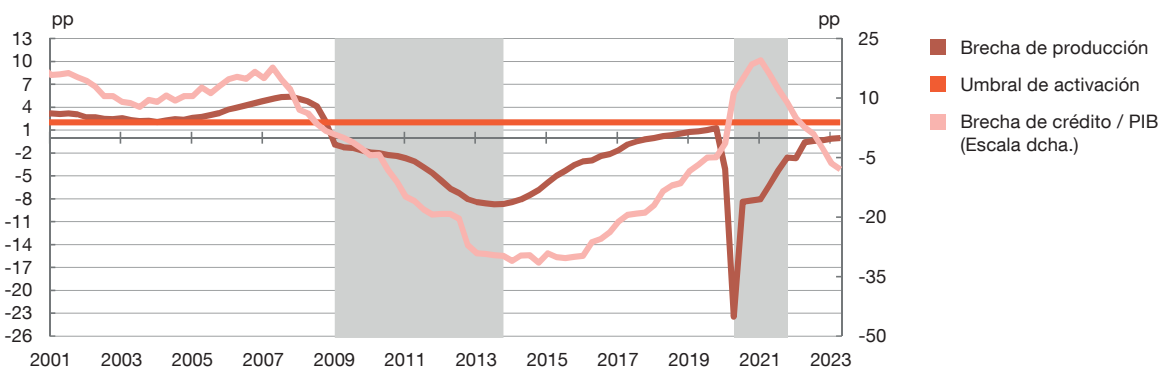
FUENTE: Banco de España.

a El índice de liquidez de financiación se basa en trece indicadores agrupados en tres dimensiones: 1) riesgos relativos a la cantidad de garantías disponibles para respaldar una operación o margin risk (ratio de activos con cargas, reutilización de colaterales), 2) riesgo de reembolso (variación mensual de los tipos de interés de los depósitos a empresas y hogares), y 3) riesgo de refinanciación (nivel tipos de interés de los depósitos a empresas y hogares, porcentaje de financiación de mercado, diferencial EURIBOR-OIS). El índice compuesto mide el número de desviaciones estándar con respecto a la media de los indicadores que componen cada una de las dimensiones (todas las dimensiones tienen el mismo peso). Mayores niveles del indicador compuesto representan menor liquidez. El gráfico también muestra la contribución de cada una de las dimensiones al indicador compuesto. Datos disponibles hasta junio de 2023.

Gráfico 3.3

Continúa la tendencia descendente de la brecha de crédito-PIB, mientras que la brecha de producción se mantiene

3.3.a Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (a)



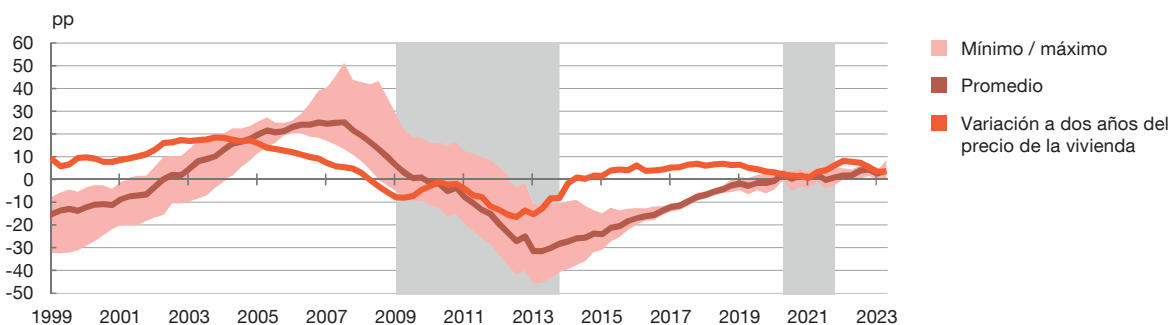
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española", Documentos Ocasionales, N° 1603. Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited", Documentos Ocasionales, N° 1906. Banco de España. Datos disponibles hasta junio de 2023. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal naranja representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.

empeoramiento de las condiciones financieras globales ya está afectando adversamente al crecimiento económico de muchos países de nuestro entorno. Es esperable que esta situación termine por afectar también a la economía española, manteniendo la tendencia descendente de la brecha de crédito-PIB y, potencialmente, la brecha de producción alrededor de cero.

Los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda se mantienen cercanos a un nivel neutro

3.4.a Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a El área sombreada representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los indicadores de i) a iii), las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Los cuatro indicadores tienen un valor de equilibrio de cero. Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a junio de 2023.

Los indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial tampoco muestran señales de desequilibrio⁶. No obstante, desde el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés de la política monetaria, se observa un ligero aumento tanto del volumen como de la intensidad del crédito al consumo de los hogares, aunque los niveles se mantienen por debajo de los observados antes del inicio de la pandemia.

Los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda se mantienen en niveles moderados y cercanos a sus valores de equilibrio, pese a una leve tendencia alcista (véase gráfico 3.4). El crecimiento de los precios de la vivienda, a pesar de su notable desaceleración con respecto a 2022, trunció en el segundo trimestre de 2023 la tendencia a la baja, experimentando un crecimiento interanual superior al del IPC. Esto implica que habrá que mantener un seguimiento atento de su evolución, hasta tener más evidencia sobre el grado de persistencia de este cambio de tendencia. En este sentido, los indicadores de actividad experimentan una pérdida de dinamismo muy significativa. En concreto, como se muestra en el capítulo 1, las compraventas de vivienda y el flujo de nuevo crédito hipotecario presentan unas reducciones marcadas con respecto al año pasado.

La oferta de crédito nuevo tanto a empresas como a hogares se ha contraído en los últimos trimestres, mientras que también hay señales de que la demanda

6 Para una descripción detallada de los indicadores empleados para el seguimiento de los ciclos de crédito sectoriales véanse Carmen Broto, Esther Cáceres y Mariya Melnychuk (2022). "Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España", *Revista de Estabilidad Financiera*, 42, y el recuadro 3.1 del IEF de primavera de 2022.

se ha debilitado. Los datos de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) y los modelos econométricos desarrollados por el Banco de España para descomponer el crecimiento del crédito en factores de oferta y demanda señalan una contracción relevante de la oferta de crédito a hogares y empresas no financieras durante 2023 (véase recuadro 3.1). De acuerdo con la EPB, esto se debería principalmente a un endurecimiento de los criterios y condiciones de concesión de préstamos como consecuencia del aumento de la percepción de riesgo por parte de las entidades financieras, del incremento de sus costes de financiación y de una menor disponibilidad de fondos⁷. Por otra parte, la demanda de crédito nuevo se ha debilitado también durante 2023, especialmente en el segmento de hogares, donde estaría contribuyendo negativamente al crecimiento del crédito.

Se observan en el primer semestre de 2023 señales de un menor apalancamiento de hogares y empresas en relación con el valor de sus activos. El valor medio de la ratio LTV (*loan-to-value*, valor de la garantía sobre capital del préstamo) ha disminuido para las nuevas hipotecas formalizadas por los hogares, y se ha reducido además el peso de la nueva concesión hipotecaria con LTV por encima del 80 %, que presenta un mayor riesgo de crédito (véase gráfico 3.5.a). También se observa una menor importancia del crédito hipotecario en la compraventa de viviendas. Así, la proporción de compras con hipoteca fue del 43,3 % del total en junio de 2023, frente a cerca del 50 % en el mismo mes del año anterior. En el caso de las empresas, el flujo neto de crédito desde 2021 está más concentrado en empresas menos apalancadas al inicio del actual ciclo de subidas de tipos de interés. En particular, se consideran los valores de deuda sobre activos (*debt to assets* o DTA) de las empresas no financieras con crédito bancario en 2021, la fecha más reciente para la que se dispone de esta información⁸. A continuación, se promedian estos valores de DTA por el crédito bancario de cada empresa en 2021, 2022 y 2023, lo que permite evaluar en qué medida se ha desplazado el crédito hacia empresas con mayores o menores niveles de DTA antes del actual ciclo de subidas de tipos de interés. Los resultados indican una progresiva disminución de la ratio DTA en promedio (véase gráfico 3.5.a). La disminución también es aparente si consideramos la proporción de empresas receptoras de crédito con DTA superior al percentil 75 observado en el período 2000-2023.

Se aprecian también señales de una reversión de la compresión de los diferenciales de los tipos de interés de los préstamos a hogares y a empresas observada desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria (véase gráfico 3.5.b). En el caso de los préstamos a empresas, incluso se observa un repunte de estos diferenciales en el primer trimestre de 2023. En lo que respecta

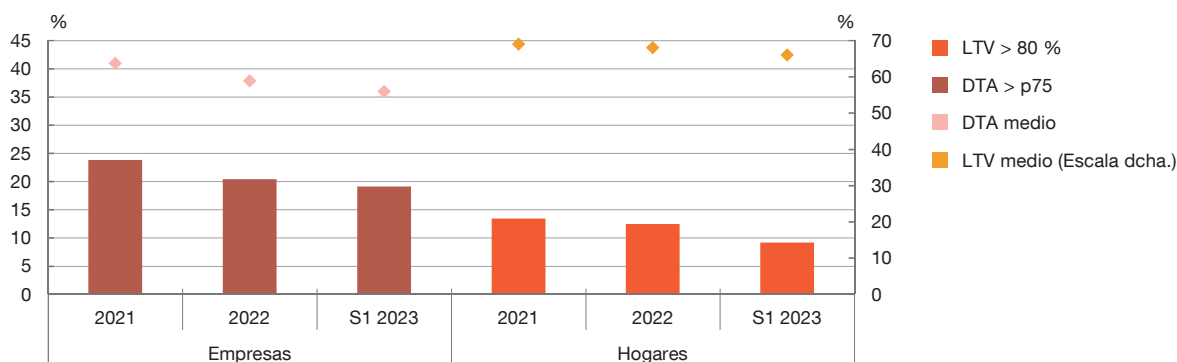
7 Nota de prensa estadística del Banco de España sobre los resultados de la EPB de tercer trimestre de 2023, del 24 de octubre de 2023.

8 El activo de las empresas, que es el denominador de la ratio DTA, procede de la Central de Balances, que aún no dispone de esta información de forma exhaustiva para los años posteriores a 2021.

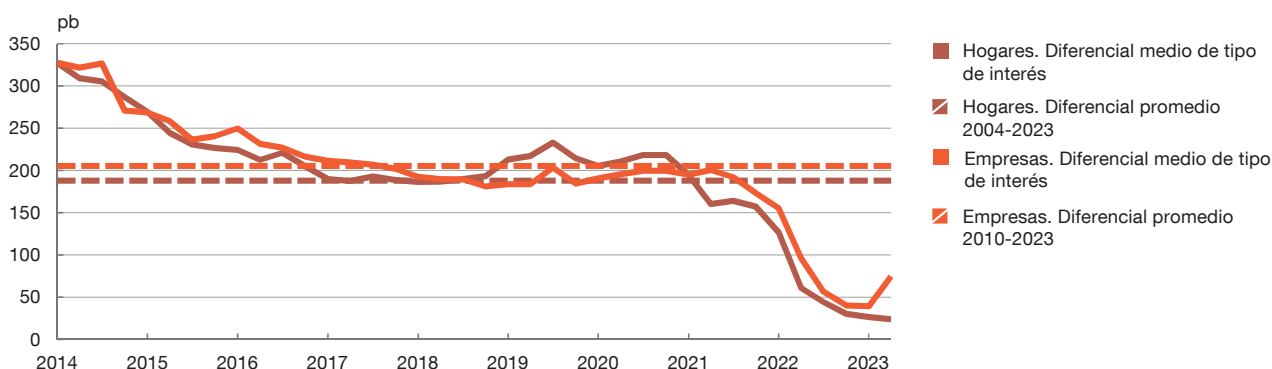
Gráfico 3.5

Se observan señales de un menor apalancamiento de empresas y hogares, a la vez que disminuye la compresión en los diferenciales de los tipos de interés

3.5.a Grado de apalancamiento del crédito a empresas no financieras y hogares (a)



3.5.b Diferenciales de los tipos de interés del crédito nuevo (b)



FUENTES: Banco de España y Colegio de Registradores.

- a La ratio *loan-to-value* (LTV) es el cociente entre el importe principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. Los valores medios en el LTV están ponderados por el capital de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas. La ratio *debt-to-assets* (DTA) es el cociente entre el valor de la deuda bancaria de la empresa y sus activos totales. En 2021, la deuda corresponde a la deuda bancaria total de empresas con operaciones nuevas en 2021, y los activos totales al valor a cierre del año anterior. En 2022 y 2023, para cada empresa, se fija el valor de DTA de 2021. El valor medio y la proporción del DTA por encima del percentil 75 (p75, calculado en el período 2000-2023) están ponderados por la deuda bancaria total de cada empresa en el año indicado. Datos hasta 2TR 2023.
- b Diferencial medio ponderado por el capital de la operación del tipo de interés de las nuevas hipotecas concedidas en cada trimestre sobre la curva swap IRS del euro. Cuando la hipoteca es a tipo variable, el diferencial se calcula sobre el tipo IRS a un año. Cuando es a tipo fijo, se selecciona el plazo equivalente al plazo de la hipoteca. Para empresas, el diferencial se calcula en base a préstamos nuevos en 6 intervalos de plazo (variable y hasta 3 meses de fijación del tipo inicial, entre 3 meses y 1 año de fijación, entre 1 y 3 años, entre 3 y 5 años, entre 5 y 10 años, y más de 10 años de fijación). Cada intervalo se compara con el tipo IRS en el punto medio (1 año para tipo variable y fijación menor a 1 año, y 20 años para fijación mayor a 10 años). Datos hasta 2TR 2023.

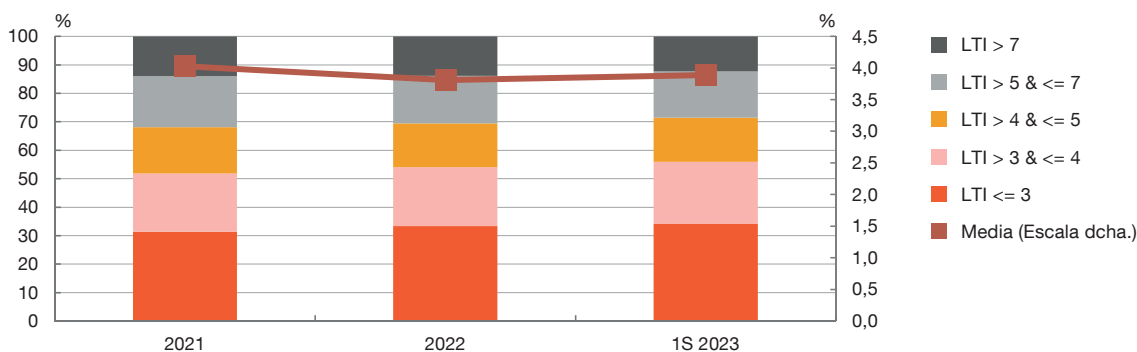
a las hipotecas, de momento solo se aprecia una estabilización de la senda descendente. No obstante, un análisis más pormenorizado indica que las operaciones a tipo fijo ya estarían experimentando repuntes en sus diferenciales de tipos de interés. Todas estas señales son coherentes con una mayor traslación del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de interés de los préstamos.

Se reduce moderadamente el endeudamiento de los nuevos hipotecados con respecto a sus rentas. El Banco de España ha desarrollado indicadores nuevos sobre la relación entre el importe principal de las nuevas hipotecas en la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) y las rentas de los acreditados

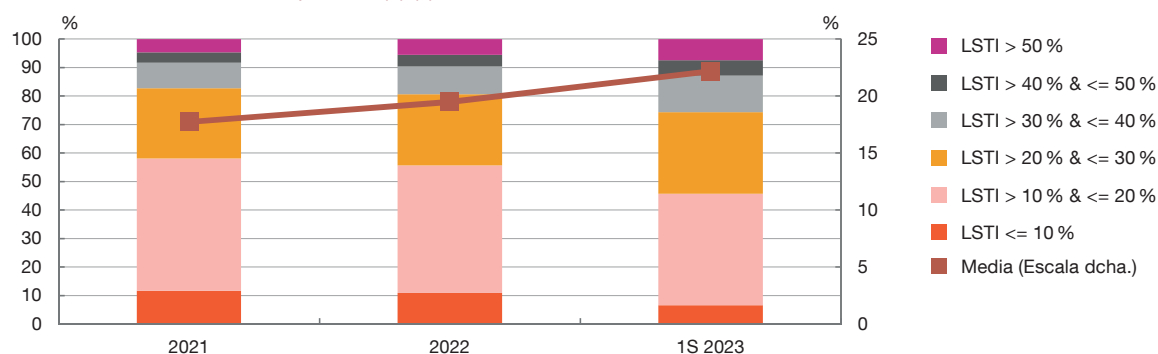
Gráfico 3.6

Se reduce moderadamente el endeudamiento de los hogares con hipotecas nuevas respecto a su renta, pero aun así aumenta su carga financiera

3.6.a Ratio LTI de nuevas hipotecas (a) (c)



3.6.b Ratio LSTI de nuevas hipotecas (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Se estima el valor de la ratio LTI (acrónimo de *loan-to-income*) para cada hipoteca nueva como el cociente entre el importe de la hipoteca al inicio de la operación sobre la renta bruta media anual por hogar en el código postal en el que reside el titular principal (de mayor edad) de la hipoteca.
- b Se estima el valor de la ratio LSTI (acrónimo de *loan-service-to-income*) para cada hipoteca nueva como el cociente entre el importe de las cuotas hipotecarias durante los próximos 12 meses sobre la la renta bruta media anual por hogar en el código postal en el que reside el titular principal (de mayor edad) de la hipoteca.
- c El valor medio de las ratios LTI y LSTI (eje derecha) respectivamente se calcula como la media ponderada del valor de dichas ratios en cada operación por el peso relativo que tienen en el total de la cartera hipotecaria para la que se dispone de la información necesaria para calcular dicha ratio.

en el momento de la concesión de préstamos (conocida por su denominación en inglés *loan-to-income* o LTI). Dado que no se dispone aún de datos granulares contrastados de las rentas de los hogares en la CIRBE, se emplea como aproximación la renta media de los hogares del mismo código postal⁹. Los resultados muestran que la ratio LTI media estimada por este procedimiento se ha mantenido estable desde 2021 (véase gráfico 3.6.a). Asimismo, el porcentaje estimado del crédito hipotecario nuevo concedido en los tramos de LTI más altos (LTI>5) se ha reducido ligeramente, desde el 32 % en diciembre de 2021 hasta el 28,6 % en junio de 2023.

9 Dada la aproximación empleada, los aumentos en la ratio LTI se deben interpretar como un mayor nivel de endeudamiento en función de la renta promedio del entorno geográfico de los prestatarios. Por tanto, no se puede excluir que la ratio LTI real se desvíe en cierta medida de este valor, pues las rentas de los nuevos hipotecados pueden diferir de los valores promedio por código postal.

El coste del servicio de la nueva deuda hipotecaria está aumentando por la subida de los tipos de interés, aunque para la mayoría de los hogares se mantiene en niveles moderados. Siguiendo un procedimiento análogo al del cálculo de la ratio LTI, se ha estimado también la relación entre el servicio de la deuda hipotecaria nueva y las rentas de los acreditados, en el momento de concesión (*loan-service-to-income* o LSTI). Las estimaciones disponibles, sobre la base de la información crediticia de la CIRBE y los datos de rentas medias por código postal, muestran que la ratio LSTI está aumentando (véase gráfico 3.6.b). Este incremento, producido tanto en 2022 como en el primer semestre de 2023, refleja en gran medida el impacto del aumento de los tipos de interés en el esfuerzo necesario de los hogares para pagar sus hipotecas. No obstante, las estimaciones indican que, para un 74,3 % del volumen de nuevas operaciones hipotecarias, esta ratio aún se situaría por debajo del 30 %, umbral que se considera un valor de la ratio LSTI prudente.

Ante la evolución de los indicadores macrofinancieros y la todavía elevada incertidumbre, el Banco de España ha decidido mantener el porcentaje del CCA en el nivel mínimo del 0%. La guerra de Ucrania y el más reciente conflicto de Oriente Próximo continúan representando riesgos significativos sobre la evolución de la actividad y la inflación en los próximos trimestres. Adicionalmente, el endurecimiento de la política monetaria, que todavía no se ha trasladado en su totalidad a los agentes, previsiblemente tendrá que prolongarse para corregir de forma completa el exceso de inflación persistente, con el impacto negativo que esto conlleva sobre las condiciones de financiación y los ingresos reales de los prestatarios. En este entorno, el mantenimiento del CCA en el 0 % se estima como la respuesta macroprudencial adecuada.

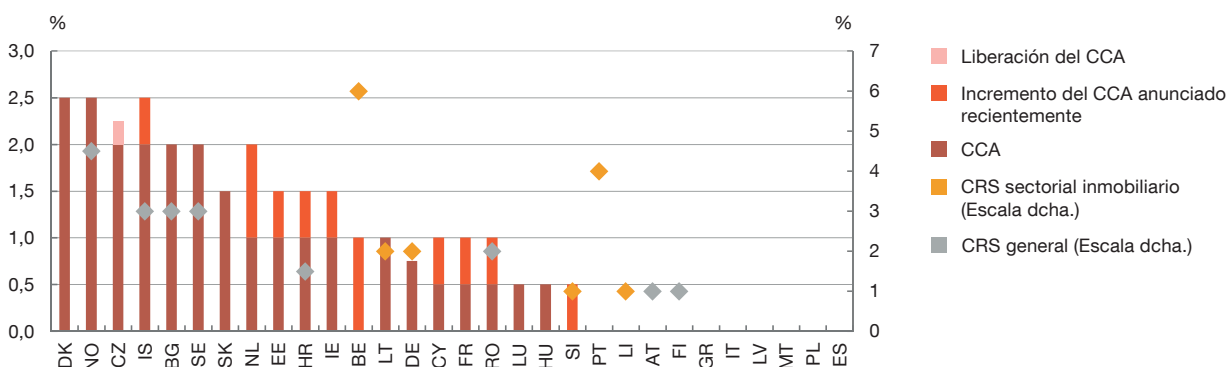
A pesar de la incertidumbre macrofinanciera y de las señales incipientes de contracción del crédito en el conjunto del área del euro, algunos países europeos han aprobado aumentos de sus porcentajes del CCA. Por un lado, Bélgica ha anunciado la activación del CCA en el 1 %. Por otro lado, algunos países han continuado incrementando el porcentaje de este instrumento (véase gráfico 3.7). Así, desde la publicación del último IEF, seis autoridades nacionales de la UE / Espacio Económico Europeo (EEE) han comunicado decisiones de recalibración al alza de su CCA y esperan que estos niveles anunciados entren en vigor próximamente. En sentido contrario, cabe destacar también el caso de la República Checa, que ha liberado parcialmente el CCA por la disminución de sus riesgos cíclicos, reduciendo este colchón en 25 puntos básicos. Adicionalmente, algunas autoridades, a las que recientemente se han sumado Finlandia y Portugal, mantienen activado el colchón contra riesgos sistémicos (CRS), en muchos casos utilizando su variante sectorial para afrontar vulnerabilidades relacionadas con el mercado inmobiliario¹⁰.

¹⁰ Cabe destacar el caso de Bélgica, que ha recalibrado a la baja su CRS sectorial del 9 % al 6 % sobre exposiciones minoristas garantizadas por inmuebles residenciales como consecuencia de la mejora en los LTV y de la menor sobrevaloración de la vivienda.

Gráfico 3.7

Se amplía el número de países europeos que incrementan sus colchones macroprudenciales de capital

3.7.a Colchones macroprudenciales de capital en países europeos (a)



FUENTE: Junta Europea de Riesgo Sistémico.

a Este gráfico incluye el último nivel de CCA anunciado por países europeos (ámbito UE/EEE). Los incrementos del CCA anunciados recientemente corresponden a (1) los anuncios realizados en seis países tras la fecha de publicación del IEF de primavera de 2023 de 19 de abril de 2023 (Países Bajos, Croacia, Irlanda, Chipre, Bélgica y Eslovenia) y (2) los anuncios realizados anteriormente por parte de cuatro países y que todavía no han entrado en vigor (Islandia, Estonia, Francia y Rumanía). Los aumentos de nivel del CCA son aplicables 12 meses después de su anuncio. Adicionalmente, se muestra el CRS general y el específico para el sector inmobiliario de los países que los tienen activos. Los valores de CRS general de Austria y Rumanía se refieren al máximo de un rango establecido (0,25 a 1 y 0 a 2, respectivamente). Datos a septiembre de 2023.

Cuadro 3.1

Entidades españolas de importancia sistémica y colchones de capital asociados

Código LEI	Entidad	Designación (a)	Colchón de capital exigido en 2023 (%)	Colchón de capital que se exigirá en 2024 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,00	1,25
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	0,75	1,00
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,50	0,50
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25	0,25

FUENTE: Banco de España.

a El acrónimo EISM se refiere a entidades de importancia sistémica mundial; OEIS, a otras entidades de importancia sistémica.

En septiembre de 2023, el Banco de España anunció un aumento de los colchones de capital mínimos exigibles en 2024 para dos de las cuatro entidades designadas como otras entidades de importancia sistémica (OEIS) (véase cuadro 3.1). El recuadro 3.2 describe en detalle el marco regulatorio de España para fijar colchones OEIS, su ajuste al nuevo marco del BCE y sus implicaciones para el riesgo sistémico asociado al sector bancario español.

3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera

3.2.1 Ámbito comunitario y nacional

El Consejo y el Parlamento de la UE alcanzaron en junio un acuerdo provisional para implementar las reformas pendientes de Basilea III a la normativa europea¹¹, así como otras medidas para fortalecer el marco prudencial europeo y asegurar la adecuación del sector bancario a nuevos retos¹². Este acuerdo conlleva modificaciones de la Directiva y del Reglamento de Requerimientos de Capital (CRD y CRR, por sus siglas en inglés). Estas reformas reforzarán la resiliencia de los bancos de la UE, al tiempo que contribuirán a avanzar en la transición hacia una economía neutra en emisiones de gases de efecto invernadero (GEI). Entre los objetivos de la reforma está que los bancos que utilizan modelos internos para calcular sus requisitos de capital midan los riesgos de manera más consistente. Entre otros, se establecen:

- i) mejoras técnicas en la medición del riesgo de crédito, de mercado y operativo;
- ii) mayor proporcionalidad en la aplicación de las normas;
- iii) modificaciones para mejorar la gestión de los riesgos ambiental, social y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) por parte de los bancos, y
- iv) armonización de los requisitos mínimos aplicables a/en las sucursales en terceros países y a la supervisión de sus actividades en la UE.

Este paquete de enmiendas normativas —conocidas como «CRR III/CRD VI»— entrará en vigor de manera gradual a partir de 2025, sujeto, en lo concerniente a la Directiva (CRD VI), a su pertinente transposición por parte de los legisladores nacionales de los Estados miembros de la UE.

Por su parte, la Comisión Europea publicó en primavera una propuesta para revisar y fortalecer el actual marco regulatorio de gestión de crisis bancarias

11 Nota de prensa del Consejo de la UE “Sector bancario: se alcanza un acuerdo provisional sobre la aplicación de las reformas de Basilea III”, del 27 de junio de 2023.

12 Con datos a diciembre de 2022, la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) estima que el impacto de implementar el acuerdo de Basilea III en Europa -aplicando la discrecionalidad de no considerar las pérdidas históricas en el cómputo de los requerimientos por riesgo operacional permitida por el marco de Basilea- resultaría para la banca europea, en media, en un incremento del 12,6% del capital mínimo requerido para cumplir con los requisitos mínimos de capital de nivel 1 (Tier1). Por otro lado, implementar el marco de Basilea III considerando, además de la discrecionalidad comentada anteriormente, las desviaciones europeas más relevantes supondría un menor impacto, del 9%. (vid *EBA Report on Basel III Monitoring (data as of 31 December 2022)*, vid. et. *Annex – analysis of EU specific adjustments*).



Normativa europea

La Comisión Europea ha publicado una propuesta regulatoria para revisar y fortalecer el marco de gestión de crisis bancarias y de garantía de depósitos. Más recientemente, el Consejo y el Parlamento de la UE han alcanzado un acuerdo para incorporar a la normativa europea las reformas de Basilea III pendientes de implementación



Euro Digital

El proyecto de un euro digital ha avanzado con la decisión del BCE de iniciar la fase de preparación. La Comisión Europea ha aprobado dos propuestas legislativas para establecer su marco legal y regular su condición de moneda de curso legal



Comité de Basilea

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha publicado un informe sobre las enseñanzas de las turbulencias bancarias de marzo. También ha sometido a consulta pública la revisión de los principios básicos para una supervisión bancaria eficaz (*Basel Core Principles*) y los nuevos estándares de Pilar 3 sobre criptoactivos



Sistema bancario de Estados Unidos

Las autoridades bancarias federales buscan fortalecer los requerimientos de capital del sistema bancario, tras los eventos ocurridos en primavera de este año

y de garantía de depósitos. Esta propuesta de *Crisis Management and Deposit Insurance* (CMDI)¹³ pretende facilitar que las entidades de tamaño mediano y que se resuelven mediante la venta total o parcial de sus negocios, cuenten con recursos suficientes para llevar a cabo este tipo de resoluciones. Para ello, se proponen modificaciones normativas que permitan el uso de los fondos de garantía de depósitos, que financian el conjunto de entidades, en estos procesos de resolución. En particular, la norma establece que todos los depósitos, independientemente de si están cubiertos por esa garantía o no, absorban pérdidas a la vez en caso de insolvencia. Además, la norma también amplía el ámbito de aplicación de la resolución de entidades en detrimento de la solución de liquidación.

¹³ Nota de prensa de la Comisión Europea, “*Commission proposes reform of bank crisis management and deposit insurance framework*”, del 18 de abril de 2023.

La UE continúa trabajando para alcanzar una economía neutra en emisiones de GEI, tal como prevé el marco de medidas conocido como “Fit-for-55” (Objetivo 55)¹⁴. En esa línea, los colegisladores de la UE adoptaron en julio¹⁵ una revisión de la directiva relativa a la eficiencia energética¹⁶ que aborda, junto con otras propuestas, los aspectos energéticos de la transición de la UE a una economía neutra en emisiones de GEI. Por su parte, la EBA, ha sometido a consulta pública los borradores de plantillas para preparar un análisis de escenarios de riesgo climático¹⁷. Las plantillas servirán para recopilar datos relacionados con riesgo climático de los bancos de la UE, que informarán del análisis puntual de escenarios en el marco del paquete de medidas «Objetivo 55» que va a llevar a cabo la EBA, junto con la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Autoridad Europea de Valores y Mercados, con apoyo del BCE y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Este análisis persigue evaluar la resiliencia del sistema financiero desde un enfoque micro- y macro-prudencial, y con enfoques *bottom up* y *top down*¹⁸. Los escenarios climáticos —uno base y dos adversos—¹⁹ han sido calibrados por la JERS. El ejercicio se llevará a cabo a lo largo de 2024.

En paralelo, se ha realizado en España una audiencia pública²⁰ del proyecto de real decreto que regulará el contenido de los informes sobre el impacto financiero de los riesgos climáticos para entidades financieras, sociedades cotizadas y otras sociedades de gran tamaño. La Ley 7/2021, de 21 de mayo, de cambio climático y transición energética (LCCTE), incluye en su artículo 32 una serie de obligaciones de reporte de las empresas con el fin de incorporar la información relativa al nivel de exposición a riesgos climáticos y de sus emisiones de carbono y las estrategias y objetivos para su mitigación. La LCCTE, que incluye en su ámbito de aplicación a las entidades financieras (entre las que se encuentran las entidades

14 El marco *Fit-for-55* recibe este nombre de su objetivo de reducir las emisiones netas de gases de efecto invernadero en al menos un 55 % de aquí a 2030 con respecto a los valores de 1990.

15 Nota de prensa “[European Green Deal: Energy Efficiency Directive adopted, helping make the EU ‘Fit for 55’](#)”, del 25 de julio de 2023.

16 Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la eficiencia energética y por la que se modifica el Reglamento (UE) 2023/955. La versión refundida de la directiva está accesible en [este enlace](#).

17 Nota de prensa de la EBA “[The EBA consults on draft templates and template guidance to prepare its one-off Fit-for-55 climate risk scenario analysis](#)”, del 20 de julio de 2023.

18 Para España, el primer «[Informe bienal de Riesgos del Cambio Climático para el Sistema Financiero](#)» de la AMCESFI, publicado el pasado mes de septiembre, recoge los resultados de distintos ejercicios de análisis *top-down* realizados por las autoridades españolas para medir la resistencia de distintos segmentos del sistema financiero frente a la materialización de distintos escenarios de riesgos físicos y de transición.

19 El escenario base asume la implementación de las medidas contempladas en el programa *Fit-for-55*. El primer escenario adverso asume que esas medidas se adoptan con retraso, lo cual obliga a que sean más intensas para poder alcanzar el objetivo de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en un 55 %. El segundo escenario adverso asume que esa adopción tardía se produce en un contexto de materialización de riesgo sistémico en el sector financiero.

20 [Consulta pública](#) sobre el Proyecto de Real Decreto por el que se regula el contenido de los informes sobre la estimación del impacto financiero de los riesgos asociados al cambio climático para entidades financieras, sociedades cotizadas y otras sociedades de gran tamaño.

de crédito supervisadas por el Banco de España y por el BCE), tiene como finalidad salvaguardar la proporcionalidad y regular el contenido de la información que se ha de proporcionar. El real decreto desarrolla el contenido de los informes contemplados en la LCCTE. Estos informes abarcan aspectos relacionados con la gobernanza corporativa; el enfoque estratégico de gestión de riesgos climáticos; los impactos estimados de los riesgos físicos y de transición, y las metodologías (métricas y escenarios) y los procesos de control y gestión de los riesgos climáticos. El recuadro 3.3 presenta una descripción más detallada del reporte de estos conceptos por las entidades de crédito en el ámbito de Pilar 3 (transparencia al mercado).

El Reglamento europeo de Mercados de Criptoactivos (MiCA, por sus siglas en inglés)²¹ fue finalmente aprobado en mayo. En él se define el marco armonizado aplicable a los mercados de criptoactivos, los emisores y los proveedores de servicios de criptoactivos en toda la UE. Entre sus objetivos está el de proteger a los titulares de criptoactivos y preservar la estabilidad financiera, así como permitir la innovación. La entrada en vigor del reglamento MiCA obligará a los emisores de criptoactivos a cumplir con requisitos de divulgación y transparencia. También impone la autorización y registro de los proveedores de servicios de criptoactivos, la implementación de medidas de seguridad y el cumplimiento de normas de blanqueo de capitales²². MiCA será aplicable a partir del 30 de diciembre de 2024, con excepción de algunas disposiciones que tendrán un plazo menor. En este plazo, será necesario que la EBA complete desarrollos normativos de segundo nivel (mediante estándares técnicos de regulación y de implementación) y de tercer nivel (directrices). En España, las responsabilidades sobre autorización y supervisión de estas entidades recaerán sobre el Banco de España (en el caso de la emisión de criptoactivos respaldados por otros activos, siempre y cuando no sean significativos, en cuyo caso la supervisión corresponderá a la EBA) y en la CNMV (resto de criptoactivos y proveedores de servicios de criptoactivos).

Además de los avances de los reguladores europeos, la JERS ha estudiado las implicaciones sistémicas de los mercados de criptoactivos y propuesto opciones de política para abordar los riesgos derivados de los criptoactivos y de las finanzas descentralizadas (DeFi, por sus siglas en inglés)²³. En un reciente informe, la JERS concluye que, pese a las turbulencias que afectaron el año pasado a los criptoactivos y a DeFi, el impacto en el sistema financiero ha sido limitado, pues el mercado de criptoactivos tiene actualmente un tamaño reducido y

21 [Reglamento \(UE\) 2023/1114](#) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937.

22 Véase el [recuadro 3.2](#) del IEF de primavera de 2023 para una descripción más completa del reglamento MiCA y, a escala global, del desarrollo en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) de estándares prudenciales sobreexposiciones bancarias a criptoactivos.

23 Nota de prensa "[La JERS publica un informe sobre criptoactivos y finanzas descentralizadas](#)", del 25 de mayo de 2023.

pocas interconexiones con el sector financiero tradicional y la economía real. Sin embargo, dadas las posibilidades de crecimiento exponencial y la volatilidad elevada de los criptoactivos, deben ser objeto de seguimiento en previsión de que puedan plantear riesgos sistémicos en el futuro. En este contexto, la JERS propone mejorar la capacidad de la UE para hacer un seguimiento de los posibles canales de contagio promoviendo el reporte y la divulgación de información de manera estandarizada.

El proyecto del euro digital ha avanzado significativamente en 2023. La Comisión Europea publicó²⁴ en junio dos propuestas legislativas para establecer el marco legal del euro digital, como complemento de los billetes y monedas en euros, y regular su condición de moneda de curso legal²⁵. Una vez sea adoptado por el Parlamento Europeo y el Consejo el marco jurídico para el euro digital, corresponderá al BCE decidir si emite el euro digital y cuándo hacerlo. Para ello, el BCE ha anunciado recientemente que considera concluida la fase de investigación y diseño y que procederá en los próximos dos años la denominada “fase de preparación” del euro digital, en la que se trabajará en las normas de funcionamiento y la selección de los proveedores que podrían desarrollar la plataforma y la infraestructura necesaria²⁶.

3.2.2 **Ámbito internacional**

El BCBS ha realizado consultas públicas sobre la revisión de los principios básicos para una supervisión bancaria eficaz²⁷ (*Basel Core Principles, o BCP*) y sobre los nuevos estándares de divulgación de exposiciones sobre criptoactivos²⁸. Los BCP sirven de orientación a escala internacional para el diseño y ejecución de la supervisión prudencial de la banca y son tomados como referencia por el Fondo Monetario Internacional para evaluar los marcos supervisores de los sistemas financieros nacionales. El BCBS busca adaptar los BCP a la experiencia acumulada y a los cambios estructurales que han afectado al sistema bancario desde 2012, año en que se produjo su última revisión. La revisión de los BCP alcanza, entre otras materias, a la vigilancia macroprudencial. En particular, se proponen modificaciones de los siguientes principios:

24 Nota de prensa de la Comisión Europea “Paquete de la moneda única: nuevas propuestas para apoyar el uso de efectivo y sobre un marco para un euro digital”, del 28 de junio de 2023.

25 Para una explicación de en qué consistiría y que aportaría al Eurosistema en caso de ser finalmente adoptado el euro digital, véase la entrada del Blog del Banco de España. “El euro digital: qué es y qué nos aportaría”, de 19 de octubre de 2023,

26 Véase «El Eurosistema pasa a la siguiente fase del proyecto de un euro digital», nota de prensa del BCE de 18 de octubre de 2023.

27 “Basel Committee consults on revisions to the Core principles for effective banking supervision”, del 6 de julio de 2023.

28 “Disclosure of cryptoasset exposures – BCBS Consultative Document”, del 17 de octubre de 2023.

- i) cooperación y colaboración (principio 3) y relaciones *home-host* (principio 13), para enfatizar la importancia de la cooperación entre los supervisores de distintas jurisdicciones;
- ii) enfoque supervisor (principio 8) y técnicas e instrumentos supervisores (principio 9), para aclarar el papel del supervisor en el proceso de identificación y mitigación de los riesgos; y
- iii) adecuación de capital (principio 16), para permitir a los supervisores requerir a las entidades que mantengan capital adicional.

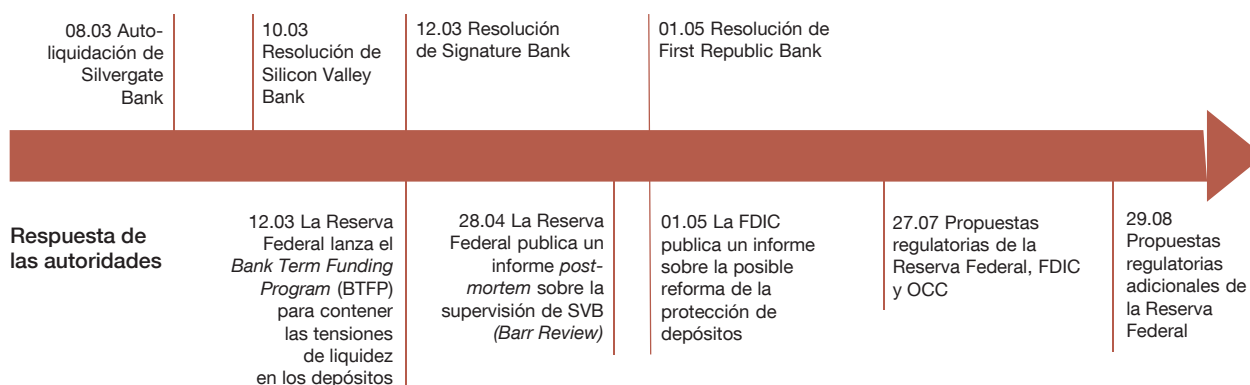
Por otra parte, el BCBS ha presentado una propuesta de estándares para la divulgación al mercado (Pilar 3) de información sobre exposiciones de las entidades bancarias a criptoactivos (exposiciones cuyo tratamiento prudencial fue desarrollado el año pasado). Se espera que los nuevos estándares estén implementados en 2025.

Otro tema que ha ocupado al BCBS ha sido el análisis de las turbulencias bancarias de marzo de este año con el objetivo de evaluar sus implicaciones regulatorias y supervisoras. Considerado como el período de estrés bancario de mayor gravedad desde la Gran Crisis Financiera Global, el colapso de entidades como Silicon Valley Bank y Credit Suisse ha erosionado la confianza en el sistema financiero, a nivel internacional, requiriendo la implementación de medidas públicas urgentes de apoyo para contener la transmisión de las inestabilidades a otras entidades e incluso otras jurisdicciones. En este contexto, el BCBS ha publicado un informe²⁹ que estudia las principales implicaciones para la regulación y supervisión bancarias de este episodio de crisis, caracterizado en particular por deficiencias en la gestión de riesgos de liquidez y de tipo de interés en algunas entidades y jurisdicciones. Algunos aspectos destacados de este informe incluyen:

- i) La identificación de las propias prácticas de gestión de riesgo y gobernanza de las entidades como la primera y más importante fuente de resiliencia;
- ii) La importancia de una supervisión fuerte y efectiva, con una cantidad y calidad adecuada de recursos, y dispuesta no sólo a identificar debilidades, sino también a tomar medidas correctoras tempranas;
- iii) La necesidad para la supervisión de hacer un seguimiento de los cambios estructurales en el sector bancario y adaptar los enfoques para supervisar

29 Véase *BCBS Report on the 2023 banking turmoil*, de 5 de octubre de 2023. Para una visión por parte de autores del Banco de España, véase J. Alonso Olmedo, R. Anguren, M. C. Manzano y J. Mochón. (2023). “Las crisis bancarias de 2023: causas y papel de los gestores bancarios, supervisores y reguladores». *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, de próxima publicación.

Acontecimientos de mercado



FUENTE: Elaboración propia.

los riesgos asociados, especialmente para aquellas entidades que crecen rápidamente en tamaño o adoptan nuevos modelos de negocio;

- iv) Mantener la potenciación de una colaboración internacional efectiva y oportuna entre autoridades supervisoras;
- v) La necesidad de una implementación completa y consistente de los estándares regulatorios del marco prudencial de Basilea;
- vi) La importancia de un diseño y calibración robustos de los estándares regulatorios para bancos internacionalmente activos, sin olvidar que otros bancos con orientación al negocio doméstico pueden igualmente plantear riesgos de contagio transfronterizo;
- vii) La necesidad de equilibrio entre los estándares de Pilar 1 y Pilar 2, que deben actuar como complementos y no como sustitutos, y de que la proporcionalidad en la aplicación de los estándares regulatorios sea acorde al perfil de riesgo e importancia sistémica de las entidades.

Los episodios acontecidos en marzo han llevado a las autoridades federales bancarias de Estados Unidos a iniciar un reexamen del marco regulatorio y de supervisión. Las circunstancias de los episodios de Silicon Valley Bank, Signature Bank y First Republic Bank han sido objeto de reflexión por parte de la Reserva Federal, FDIC y OCC (véase esquema 3.2). El informe *post mortem* de la Reserva Federal sobre

Silicon Valley Bank (conocido como “Barr review”)³⁰ concluye que las principales causas de la crisis fueron la mala gestión de los riesgos por parte de las propias entidades y la dificultad para calibrar el posible impacto de las vulnerabilidades por parte de los supervisores —y, una vez identificadas las vulnerabilidades, no tomar las medidas suficientes para garantizar que la entidad solucionara esos problemas con la suficiente rapidez—. Se constata que la propia normativa y el enfoque supervisor vigente en tiempos recientes impidieron un control efectivo de estas entidades, al reducir los requerimientos exigibles, permitir la complejidad y promover una inspección menos asertiva. Por su parte, FDIC publicó un informe³¹ sobre Signature Bank en el que se identifica como principal causa del fracaso de la entidad la mala gestión, al buscar un rápido crecimiento sin desarrollar ni mantener controles de gestión de riesgos apropiados para su tamaño, complejidad y perfil de riesgos. Al mismo tiempo la entidad no atendió de manera adecuada las recomendaciones formuladas por los supervisores.

En este contexto, las autoridades bancarias en Estados Unidos han iniciado varias propuestas regulatorias encaminadas a fortalecer los requerimientos de capital del sistema bancario³². Por una parte, se ha sometido a consulta pública una propuesta para aumentar la fortaleza y resiliencia del sistema bancario, que implementaría los componentes finales del acuerdo de capital de Basilea III. La propuesta modificaría los requisitos de capital de los grandes bancos para reflejar mejor los riesgos subyacentes y aumentar la coherencia en la forma en que los bancos miden sus riesgos. De esta manera, se busca fortalecer aún más el sistema bancario aplicando un conjunto más amplio de requisitos de capital a un conjunto más amplio de entidades (aquellas con activos totales superiores a 100.000 millones de dólares) y estandarizando aspectos del marco de capital relacionados con el riesgo de crédito, el riesgo de mercado, el riesgo operativo y el riesgo de derivados financieros. Por otra parte, la Reserva Federal también ha propuesto ajustes en la metodología de determinación del colchón de capital para las entidades de importancia sistémica global (G-SIB, por sus siglas en inglés).

Igualmente, también en Estados Unidos, se ha sometido a consulta pública el establecimiento para grandes bancos de un requerimiento mínimo de deuda a largo plazo³³. El requerimiento, aplicable a entidades que no sean G-SIB, pero con activos superiores a 100.000 millones de dólares, contribuiría a reforzar la estabilidad financiera, al aumentar la resiliencia y la capacidad de resolver entidades en el sector

30 “Federal Reserve Board announces the results from the review of the supervision and regulation of Silicon Valley Bank, led by Vice Chair for Supervision Barr”, del 28 de abril de 2023.

31 “FDIC Releases Report Detailing Supervision of the Former Signature Bank, New York, New York”, del 28 de abril de 2023.

32 “Agencies request comment on proposed rules to strengthen capital requirements for large banks”, del 27 de julio de 2023.

33 “Agencies request comment on proposed rule to require large banks to maintain long-term debt to improve financial stability and resolution”, del 29 de agosto de 2023.

bancario. La existencia de una cantidad mínima de deuda a largo plazo para absorber pérdidas elevaría los recursos disponibles en caso de quiebra de entidades y, al reducir el riesgo de que los depositantes no asegurados tengan que asumir pérdidas, se podría reducir la velocidad y la intensidad de las salidas de depósitos, y limitar el riesgo de contagio. Además, la propuesta prohibiría a los grandes bancos participar en determinadas actividades que podrían complicar su resolución y desincentivaría el que estos bancos mantengan deuda a largo plazo emitida por otros bancos para reducir las interconexiones y el contagio en el sistema bancario.

Por su parte, el Banco de Inglaterra ha anunciado ajustes en el calendario de implementación de los elementos pendientes de Basilea III en el Reino Unido³⁴.

Tras una consulta pública de su Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por sus siglas en inglés), se ha decidido posponer seis meses —hasta el 1 de julio de 2025— el inicio de la implementación de los elementos finales del acuerdo de Basilea III. El período de transición se recortará en consecuencia para que las reformas estén plenamente implementadas el 1 de enero de 2030. La PRA tiene previsto emitir en dos entregas los textos regulatorios cuasi definitivos sobre Basilea III: 1) antes de final de año, la parte sobre riesgos de mercado, ajustes de valoración, contraparte y operativo, y 2) en el segundo trimestre de 2024, la parte relativa a riesgo de crédito, *output floor* y requisitos de información.

34 Nota de prensa del Banco de Inglaterra *"Timings of Basel 3.1 implementation in the UK"*, del 27 de septiembre de 2023.

DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS EN ESPAÑA

La evolución del crédito bancario a empresas y hogares puede ser consecuencia de cambios en la demanda de estos agentes, en la disposición de las entidades bancarias a ofertar esta financiación o, más probablemente, a una combinación de ambos factores con distinta intensidad. Sin embargo, para guiar las políticas económicas es muy relevante poder identificar ambos determinantes. Estas consideraciones son especialmente importantes tanto para la política monetaria como para la macroprudencial.

El tono de la política monetaria afecta, sobre todo, a los distintos componentes de demanda, pero también incide sobre la oferta de crédito bancario. La medida de estos dos factores es así una pieza de información muy relevante para evaluar la eficacia de las decisiones pasadas de política monetaria e informar las decisiones futuras en esta materia.

La política macroprudencial está más centrada en actuar sobre la oferta de crédito bancario, para asegurar que esta sea resiliente ante escenarios adversos y limitar sus oscilaciones a lo largo de los ciclos económicos y financieros, pero también puede influir en la demanda. El mantenimiento sostenido de unas condiciones de oferta de crédito expansivas puede dar como resultado una excesiva acumulación de riesgos y desequilibrios macrofinancieros. En estas circunstancias, podría ser conveniente la activación de medidas macroprudenciales. Por el contrario, una senda contractiva de la oferta de crédito bancario inclinaría la posición de la política macroprudencial hacia la desactivación o ausencia de activación de medidas.

Los factores de demanda y oferta de crédito no son, sin embargo, directamente observables, lo que hace que esta descomposición sea compleja. De hecho, existen distintas metodologías para intentar lograr esta separación, entre las que destacan las basadas en encuestas de opinión (*soft indicators*) y las que se apoyan en métodos econométricos fundamentados teóricamente y aplicados a datos históricos.

En este recuadro se combinan estas metodologías para lograr una evaluación más robusta de la influencia relativa de factores de oferta y demanda en la evolución del crédito a

hogares y familias durante el período más reciente, que es cuando se han empezado a observar en España reducciones significativas del *stock* de crédito bancario. El uso de distintos métodos también proporciona una medida del grado de incertidumbre sobre la contribución relativa de estos factores, que será menor cuanto más similares sean las distintas estimaciones obtenidas.

Encuesta sobre Préstamos Bancarios

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), que recoge la valoración cualitativa de una muestra de bancos europeos sobre la evolución de la oferta y la demanda de crédito, refleja que, desde comienzos de 2022, se habría producido en los bancos españoles un endurecimiento continuado de los criterios de concesión de préstamos en todos los segmentos (véase gráfico 1).

Las encuestas a los prestatarios también constatan mayores dificultades para obtener financiación bancaria en este mismo período. Así, la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) revela un deterioro, desde principios de 2022, en la percepción de las pymes españolas sobre la disponibilidad de crédito bancario. En esta misma línea, la encuesta del Banco Central Europeo sobre las expectativas de los consumidores refleja un aumento de las dificultades percibidas por los hogares en su acceso al crédito también desde comienzos del año pasado¹.

En cuanto a la demanda de crédito, la EPB muestra que se habría registrado un descenso en 2022 y en los tres primeros trimestres de 2023, tanto de la procedente de las empresas como de la de los hogares. En esta misma línea, la información de la SAFE evidencia una caída de las solicitudes de préstamos de las pymes y de las grandes empresas desde finales de 2021.

Métodos econométricos

El contenido informativo de los datos de encuestas de este tipo está ampliamente contrastado², pero tiene también

1 Para un mayor detalle, véanse el *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas* del primer semestre de 2023 y la nota de prensa estadística del 24 de octubre de 2023, ambos del Banco de España.

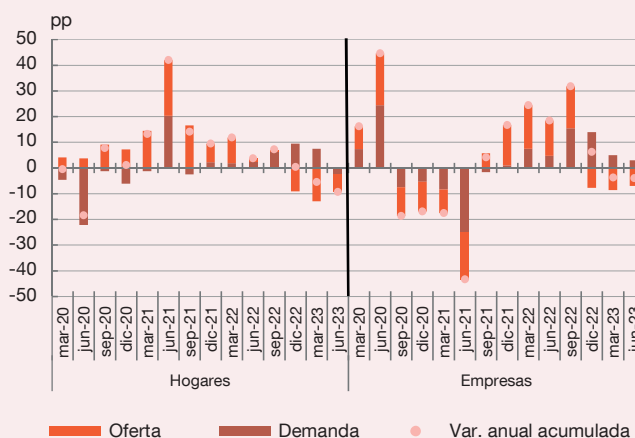
2 En relación con la EPB europea, véanse, por ejemplo, C. Altavilla, M. D. Parigi y G. Nicoletti. (2019). "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis". *Journal of Banking & Finance*, 109, 105658, y G. De Bondt, A. Maddaloni, J. L. Peydró y S. Scopel. (2010). "The Euro Area Bank Lending Survey Matters: Empirical Evidence for Credit and Output Growth". ECB Working Paper Series, 1160. En relación con Estados Unidos, véase, por ejemplo, C. Lown y D. P. Morgan. (2006). "The credit cycle and the business cycle: new findings using the loan officer opinion survey". *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(6), pp. 1575-1597.

DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 1
Evolución de la oferta y la demanda de préstamos bancarios (a)



Gráfico 2
Descomposición macroeconómica por factores de oferta y demanda del crédito nuevo a hogares y empresas (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Para la oferta se muestra el porcentaje de entidades que han endurecido los criterios o las condiciones menos porcentaje de entidades que han relajado los criterios o las condiciones. Para la demanda se muestra el porcentaje de entidades que señalan un aumento menos el de las que señalan una disminución. Para detalles véase *Nota de Prensa Estadística*, Banco de España, 24 de octubre de 2023.
- b Variación anual acumulada. Efectos de oferta y de demanda estimados con un modelo SVAR aplicado a los datos de nuevas operaciones de crédito en los estados UEM. El modelo se estima mediante inferencia bayesiana utilizando un algoritmo de muestreo de Gibbs y Minnesota priors, utilizando 5.000 extracciones de la cadena MCMC (Monte Carlo Markov Chain) de un total de 50.000 iteraciones.

potenciales limitaciones. Por ejemplo, las derivadas de los posibles errores de percepción de los encuestados o de los incentivos limitados para hacer una revelación completa de la información de la que disponen³.

Existen metodologías para excluir o, al menos, paliar estos posibles sesgos en los datos de encuesta, y extraer una mayor información de ellas. Es, sin embargo, útil complementar este enfoque con el uso de modelos econométricos⁴, que combinan un marco teórico con el uso de los datos observados de volúmenes y tipos de

interés de crédito, así como características de bancos y acreditados, para deducir si una determinada variación observada se debe a factores de demanda o de oferta. Estos métodos econométricos también presentan limitaciones⁵. Por eso, es preciso combinar distintas fuentes de datos y metodologías para poder alcanzar conclusiones más robustas.

En este recuadro se aplican dos de estas metodologías econométricas, en un caso con un enfoque macroeconómico, que utiliza datos de información

3 Las encuestas de préstamos bancarios pueden presentar, por ejemplo, un sesgo hacia el endurecimiento de condiciones en las respuestas de los bancos. Véase P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell y S. Scopel. (2016). "The euro area bank lending survey". ECB Occasional Paper Series, 179, o, en el contexto de Estados Unidos, W. Bassett y M. Rezende. (2015). "Relation between Levels and Changes in Lending Standards Reported by Banks in the Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices". FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System. De forma relacionada, la evidencia sobre el contenido informativo de la EPB para países europeos concretos es generalmente positiva, pero con alguna conclusión mixta. Véase K. J. M. van der Veer y M. Hoerberichts. (2016). "The Level Effect of Bank Lending Standards on Business Lending". *Journal of Banking & Finance*, 66, pp. 79-88, o A. Nobili y A. Orame. (2015). "Estimating the effects of a credit supply restriction: Is there a bias in the Bank Lending Survey?". Banca d'Italia Occasional Papers, 266.

4 La econometría es el conjunto de técnicas estadísticas y computacionales utilizadas para describir y testar hipótesis sobre el sistema económico-financiero.

5 De forma general, estos modelos requieren supuestos técnicos específicos para poder ser estimados y, si estos no son adecuados para los datos observados, generarán resultados sesgados o poco informativos.

DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS EN ESPAÑA (cont.)

agregada, y, en otro, uno microeconómico, que utiliza datos a nivel de préstamo para la cartera de crédito a empresas no financieras.

Análisis macroeconómico del crédito a hogares y empresas no financieras

Utilizando datos agregados de volumen de crédito y tipos de interés, se analizan los shocks de oferta y demanda de crédito a hogares y empresas no financieras mediante un modelo vectorial autorregresivo estructural (S-VAR)⁶. Este modelo permite estimar simultáneamente la relación que existe entre la variación del crédito y el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos de los bancos. De esta forma, se puede identificar si un determinado comportamiento responde en mayor medida a movimientos de la curva de demanda de crédito o de la oferta⁷. La intuición que subyace a este proceso de identificación es que un aumento (disminución) de la demanda elevará (reducirá) simultáneamente la cantidad de crédito y el diferencial de tipos; en cambio, un aumento (disminución) de la oferta elevará (reducirá) el crédito, pero reducirá (elevará) el diferencial de tipos, tal y como corresponde, respectivamente, a un desplazamiento paralelo de la curva de demanda o de la oferta de crédito. El análisis se realiza modelizando de forma independiente el crédito a hogares y a empresas no financieras⁸.

El gráfico 2 presenta la descomposición de los factores de oferta y demanda en términos acumulados anuales sobre el crecimiento del crédito nuevo a hogares y empresas no financieras desde el primer trimestre de 2020 hasta el segundo trimestre de 2023. Se observa una contracción

del flujo de crédito en ambos segmentos desde el primer trimestre de 2023, que contrasta con el alto crecimiento observado en trimestres anteriores⁹. Este cambio de tendencia viene explicado principalmente por factores de oferta, los cuales han pasado a contribuir negativamente en ambos segmentos de crédito desde el último trimestre de 2022.

Por su parte, de acuerdo con esta metodología, aunque de manera menos abrupta, la demanda de crédito también ha venido ralentizándose desde el primer trimestre de 2023. Esto ha sido especialmente evidente en el segmento de hogares, donde se observa una contribución negativa al crecimiento del crédito nuevo durante el segundo trimestre de este año.

Estos resultados son cualitativamente coherentes con lo reportado por las entidades en la EPB para los últimos trimestres. Sin embargo, los resultados econométricos muestran contracciones de la oferta y la demanda con mayor retardo que los basados en la EPB, que proporcionan una señal más anticipada de estas caídas, y, en el caso particular de la demanda, su patrón de evolución es más continuo.

Análisis microeconómico del crédito a empresas no financieras

También es posible identificar y medir efectos de oferta y demanda explotando datos a nivel de acreditado-banco. En esta sección se emplea la metodología desarrollada por Amity y Weinstein (2018)¹⁰. Esta aproximación permite aislar los factores individuales del acreditado y del banco

6 Estos modelos se han desarrollado ampliamente en la literatura para la descomposición de factores de oferta y demanda, y están basados en la propuesta de O. Blanchard y D. Quah. (1989). "The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances". *American Economic Review*, 79(4), pp. 655-673.

7 Para la identificación de los shocks estructurales de oferta y demanda de crédito, se imponen restricciones de signo acordes con la teoría económica en los coeficientes asociados a estos. Para más detalles, véase Pana Alves, Fabián Arrizabalaga, Javier Delgado, Jorge Galán, Eduardo Pérez Asenjo, Carlos Pérez Montes y Carlos Trucharte. (2021). "Recuadro 1. Análisis de los factores de oferta y de demanda en la evolución del crédito a hogares y a empresas en España". En "Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2021, Artículos Analíticos.

8 Se utilizan datos de nuevas operaciones de crédito a hogares, que incluyen a empresarios individuales, y de crédito a sociedades no financieras, así como del diferencial entre los tipos medios ponderados de crédito nuevo en cada uno de estos sectores y el tipo medio del agregado de los depósitos tanto de hogares como de sociedades no financieras. Las nuevas operaciones de crédito excluyen renegociaciones, descubiertos y saldos de tarjeta de crédito. Se emplean datos trimestrales desde el primer trimestre de 2003 hasta el segundo trimestre de 2023 de los Estados de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

9 Estas variaciones pueden diferir de las descritas en el Capítulo 2 debido principalmente a que en este ejercicio se considera la variación acumulada de los últimos cuatro trimestres, en lugar de la variación interanual del acumulado de los últimos 12 meses.

10 La metodología empleada se detalla en el artículo de M. Amity y D. E. Weinstein. (2018). "How Much Do Idiosyncratic Bank Shocks Affect Investment? Evidence from Matched Bank-Firm Loan Data". *Journal of Political Economy*, 126, pp. 525-587.

DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS EN ESPAÑA (cont.)

de la evolución macrofinanciera agregada. Esta metodología se basa en regresiones ponderadas donde la variable a explicar es el cambio del nivel de crédito entre un acreditado y un banco entre dos períodos dados y los factores explicativos son un conjunto de efectos fijos¹¹ de acreditado y otro de banco.

En concreto, esta metodología permite descomponer la variación del crédito en la suma de tres elementos: un componente común, que puede responder a factores de oferta y demanda agregados (definido como el efecto mediano de todos los bancos y acreditados en un momento del tiempo dado); un componente de demanda, que recoge las decisiones diferenciales de cada empresa no financiera (ENF) respecto a la ENF mediana (se calcula como el efecto fijo del acreditado estimado respecto de la mediana de todas las empresas en cada momento del tiempo), y, por último, un factor de oferta, que recoge las decisiones diferenciales de cada banco respecto al banco mediano (definido como el efecto de oferta idiosincrásico de cada banco estimado respecto de su valor mediano).

El gráfico 3 muestra el resultado de esta descomposición aplicada a la serie de variación anual del saldo de crédito de empresas no financieras sin incluir empresarios individuales y extraída de la Central de Información de Riesgos del Banco de España desde 2020 hasta mediados de 2023¹². Se observa un componente común recurrentemente negativo. El factor de oferta (diferencial con respecto a la mediana) tuvo un papel positivo predominante durante la crisis sanitaria iniciada en 2020, posiblemente relacionado con todas las medidas adoptadas por las autoridades para mitigar el impacto de la pandemia y, en particular, con el programa de avales públicos. Sin embargo, a partir de mediados de 2021, ha venido reduciéndose progresivamente, hasta alcanzar valores negativos en los últimos seis meses. Finalmente, el componente de demanda se mantenía todavía notablemente positivo en 2022, pero se ha venido reduciendo desde los primeros meses de 2023¹³.

Esta metodología permite obtener la contribución al componente de oferta de cada banco en cada momento. Como se puede apreciar en el gráfico 4, la distribución entre entidades bancarias del factor de oferta para el año 2020 es la que aparece más desplazada hacia la derecha, momento en el cual la distribución comienza a moverse hacia la izquierda, esto es, hacia valores menos positivos o más negativos.

Por su parte, también es posible conocer qué características de banco explican la evolución observada del componente de oferta. Por ejemplo, como muestra el gráfico 5, la línea que recoge la distribución de los bancos con una ratio de capital (medida como fondos propios sobre activo) más alta (en el mayor cuartil de la distribución) se encuentra por debajo de la de los bancos con ratio de capital más baja en la parte negativa de esta. Esto implica que los bancos con mayor ratio de capital tienen una menor probabilidad de presentar valores negativos en la distribución de la oferta de crédito entre entidades. De esta forma, se pone de relieve la importancia de la fortaleza de la posición de capital de los bancos para mantener su oferta de crédito por encima de la mediana.

También es posible relacionar los factores de demanda con las características de las empresas obtenidas a partir de la Central de Balances del Banco de España. Así, en un ejercicio similar al llevado a cabo con los bancos, se pueden clasificar las empresas como de alta o baja ratio de capital (fondos propios sobre total activo). La comparación de las distribuciones de demanda para ambos grupos de empresas muestra que la línea de las empresas más capitalizadas está por encima de la de las menos capitalizadas en la parte positiva de la distribución (véase gráfico 6); es decir, que las empresas con mayor ratio de capital es más probable que presenten una demanda de crédito superior a la mediana.

Las aplicaciones anteriores ilustran la utilidad del enfoque microeconómico para identificar evoluciones expansivas o contractivas de la demanda y oferta de crédito en

12 Los factores mostrados en el gráfico 3 en cada mes considerado se definen como la media de este y de los dos meses previos, para suavizarlos. El procedimiento de Amiti-Weinstein se podría aplicar igualmente a los hogares, pero muy pocos hogares tienen más de una relación bancaria, en comparación con las empresas no financieras (para estas, dos terceras partes trabajan con más de un banco, lo que representa cerca del 77 % del crédito existente, frente a la cuarta parte de los hogares). Es solo para los acreditados con más de dos relaciones bancarias para los que es posible estimar el *shock* de oferta, dado que para poder introducir un efecto fijo de acreditado es necesario que en algún momento del período analizado ese individuo tenga relaciones con al menos dos bancos. Esta parte del recuadro se ha centrado así en empresas no financieras..

13 Hay que tener en cuenta que el componente común puede recoger asimismo efectos de oferta o de demanda siempre que sean comunes a todos los bancos o empresas, respectivamente. Por otra parte, los componentes de oferta y de demanda son relativos a la mediana, por lo que, de ser positivos, han de entenderse como la oferta o la demanda por encima de su mediana (y de forma análoga de ser negativos).

DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 3
Evolución de la oferta y la demanda en los préstamos bancarios a ENF (a)

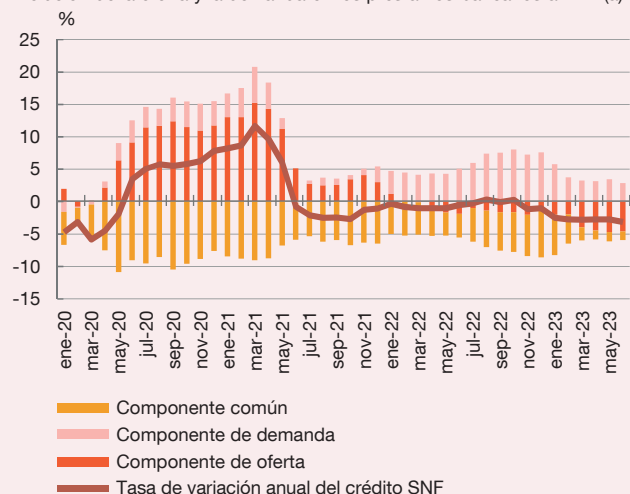


Gráfico 4
Distribuciones de la oferta de préstamos bancarios a ENF por años (b)

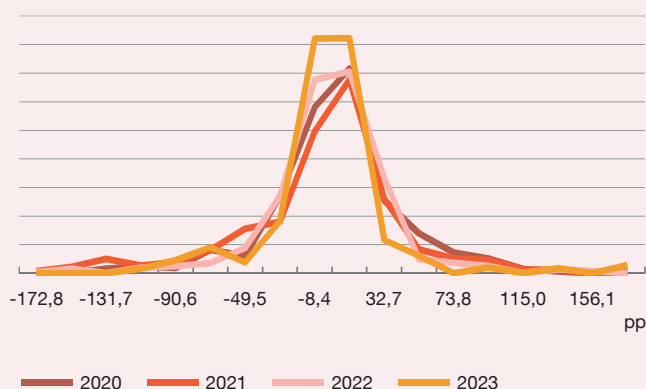


Gráfico 5
Distribuciones de la oferta de préstamos bancarios a ENF según la ratio de capital (c)

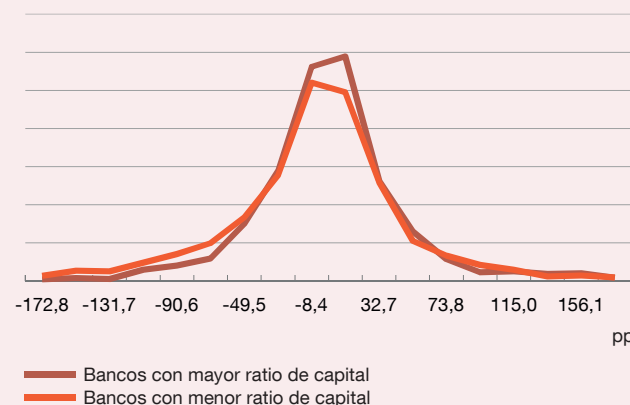
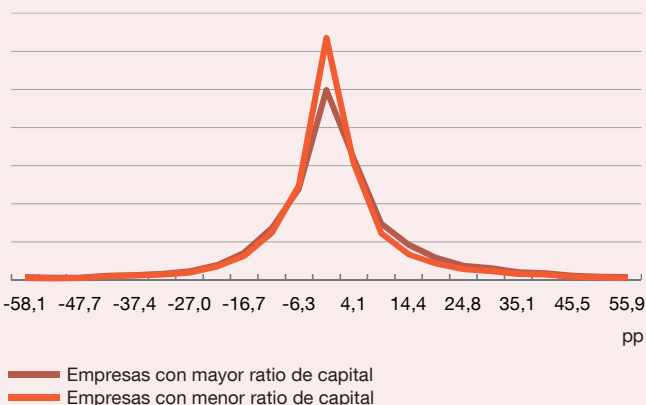


Gráfico 6
Distribuciones de la demanda de préstamos bancarios a ENF según la ratio de capital (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Descomposición de la tasa de variación anual del crédito bancario a empresas no financieras (ENF), donde el componente de oferta y el de demanda están referidos a su valor mediano y el componente común recoge la suma de los valores medianos de oferta y demanda. Se emplean datos de empresa no financiera-banco. Para cada fecha se muestra una media de los componentes estimados en las tres últimas fechas.
- b Distribuciones kernel del componente de oferta para diciembre de los años 2020 hasta 2022 y para el mes de junio de 2023.
- c Distribuciones kernel del componente de oferta según la ratio de fondos propios sobre activo del banco (ratio de capital): con mayor ratio de capital (bancos por encima del tercer cuartil de la distribución de ratio de capital), y con menor ratio de capital (bancos por debajo del primer cuartil de la distribución de ratio de capital).
- d Distribuciones kernel del componente de demanda según la ratio de fondos propios sobre activos de la empresa no financiera (ratio de capital): con mayor ratio (empresas por encima del tercer cuartil de la distribución de la ratio de capital), y con menor ratio (empresas por debajo del primer cuartil de la distribución de ratio de capital).

segmentos específicos, lo que permitiría potencialmente aplicar medidas mucho más focalizadas.

Este método presenta sus propias limitaciones, como la imposibilidad de separar componentes de demanda y

oferta del factor agregado o la dependencia de prestatarios con múltiples relaciones para identificar distintos efectos, pero permite complementar de forma útil, a través de estos estudios distribucionales, los enfoques macroeconómicos y de encuesta.

DESCOMPOSICIÓN EN FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CRÉDITO BANCARIO A HOGARES Y EMPRESAS EN ESPAÑA (cont.)**Conclusión**

Tanto la EPB como los métodos econométricos presentados identifican una contracción de la oferta de crédito en los últimos trimestres tanto para hogares como para empresas. De acuerdo con la EPB, esto sería consecuencia de la mayor percepción de riesgo por parte de las entidades y de un aumento de sus costes de financiación. Esta señal de contracción de oferta aparecía también de forma anticipada en la EPB de forma más temprana en 2022, mientras que con los métodos econométricos aparece solo de forma definida en el período más reciente.

Por su parte, la demanda de crédito bancario de los hogares se encontraría, bajo todos los métodos considerados, disminuyendo durante el segundo trimestre del año como consecuencia del aumento de los tipos de interés. De nuevo, la EPB ha proporcionado una señal más temprana de evolución negativa. En el caso de la demanda de crédito por parte de las empresas, las conclusiones de los métodos econométricos son algo menos robustas que las de la EPB respecto a su cambio hacia una tendencia

contractiva. No obstante, se identifica una tendencia clara hacia el debilitamiento de la demanda de este sector en los últimos trimestres con todos los métodos considerados.

En resumen, la identificación bajo distintos métodos de una evolución negativa de la oferta de crédito se suma a otros indicadores (por ejemplo, la brecha de crédito-PIB negativa discutida en el texto principal) y refuerza el diagnóstico de debilidad en su evolución reciente. Todos los métodos identifican también un debilitamiento de la demanda, aunque las señales son más heterogéneas en cuanto a intensidad, y han tendido a converger más solo en el período más reciente de 2023. Previsiblemente, el mantenimiento de tipos de interés más altos por un período más prolongado continuará produciendo señales de debilitamiento de la demanda en los próximos trimestres bajo los distintos métodos. No se debe olvidar tampoco que toda esta valoración (excepto bajo el método microeconómico) se refiere al nuevo crédito y no tanto al saldo. Este último está experimentando una reducción asociada a un proceso de amortización extraordinaria que cabría relacionarlo en mayor medida con factores de demanda que de oferta.

LA REVISIÓN DEL MARCO METODOLÓGICO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA EVALUAR EL COLCHÓN DE CAPITAL PARA OTRAS ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (OEIS) Y SUS IMPLICACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL

Este recuadro describe el incremento de los requerimientos de capital para dos de las OEIS españolas a partir de 2024 y estima su impacto sobre la contribución al riesgo sistémico del sector bancario español de este grupo de entidades.

Una de las responsabilidades del Banco de España en materia de política macroprudencial es la identificación de entidades de importancia sistémica —a escala global y también nacional— y la fijación de sus colchones macroprudenciales de capital asociados¹. Una entidad es sistémica si se estima que, en una situación de dificultades, tiene potencial para generar perjuicios graves para el conjunto del sistema financiero y la economía real —entidades que durante la crisis financiera global iniciada en 2008 se calificaron como «demasiado grandes para quebrar» (*too big to fail*, en inglés)—².

En relación con las entidades sistémicas a escala nacional —denominadas como Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS)—, el Banco de España calcula anualmente para cada entidad una puntuación, siguiendo las Directrices de la EBA sobre OEIS³. Dichas puntuaciones se calculan a partir de un conjunto de indicadores sobre cuatro dimensiones del negocio bancario: tamaño, importancia (posibilidades de sustitución de servicios proporcionados a los clientes e impacto sobre la infraestructura de pagos), complejidad (incluye la actividad transfronteriza) e interconexiones⁴. Aquellas entidades con puntuaciones iguales o superiores a 350 puntos básicos (pb) son automáticamente identificadas como OEIS⁵.

A partir de estas puntuaciones, el Banco de España determina los colchones exigibles a las entidades

identificadas como OEIS, que tienen que ser cubiertos con capital de la máxima calidad (CET1). Para ello, ha seguido hasta 2023 el marco de colchones mínimos acordado por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) en diciembre de 2016 con el objetivo de homogeneizar la determinación de colchones para OEIS en los países de la Unión Bancaria⁶.

En diciembre de 2022, el BCE aprobó una revisión de su esquema de colchones mínimos para OEIS, con efectos a partir del 1 de enero de 2024⁷. En comparación con el esquema previo, el marco revisado introduce una calibración más exigente para las entidades con mayores puntuaciones, con colchones mínimos de OEIS que oscilan entre el 0,25 % y el 1,5 % en función de la puntuación obtenida, mientras que el rango previo de requerimientos mínimos se situaba entre el 0,25 % y el 1 %.

Ante este incremento de los colchones mínimos establecidos por el BCE, el Banco de España ha revisado, en consonancia, su propio marco de determinación de colchones de OEIS. El nuevo marco de colchones de OEIS del Banco de España coincide con los requerimientos mínimos fijados por el BCE, excepto para puntuaciones de OEIS superiores a 5.500 pb (véase cuadro 1). Para este último tramo, el Banco de España considera un colchón de OEIS de 1,75 %. Este mayor requerimiento en el tramo superior introduce un desincentivo adicional para que una entidad alcance eventualmente ese grado de elevada importancia sistémica.

El marco revisado del Banco de España contribuye a reducir la distancia que separa los colchones de OEIS de

- 1 En los años 2011 y 2012, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea desarrolló un marco regulatorio, posteriormente recogido en la normativa de la Unión Europea (UE) y española, para establecer recargos de capital más estrictos para estas entidades, con el objetivo de reforzar su solvencia e incentivar que sus órganos directivos internalicen el impacto de sus decisiones sobre el conjunto del sistema financiero. La calificación como entidad sistémica incrementa la probabilidad de recibir ayudas públicas en caso de dificultades financieras, por lo que este requerimiento contribuye también a compensar la posible ventaja competitiva de estas entidades en los mercados de financiación frente a entidades de menor tamaño.
- 2 Además del marco regulatorio para establecer los colchones de capital adicionales para esas entidades, desde el ámbito de resolución también se hace un tratamiento específico de este tema. En este sentido, la UE adoptó la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria 2014/59/UE, que obliga a los bancos a preparar planes de recuperación y otorga a las autoridades nacionales competencias para garantizar una resolución ordenada de los bancos en quiebra con un coste mínimo para los contribuyentes.
- 3 Directrices EBA/GL/2014/10, de 16 de diciembre de 2014, sobre los criterios para determinar las condiciones de aplicación del artículo 131, apartado 3, de la Directiva 2013/36/UE (DRC) en relación con la evaluación de OEIS. La metodología de cálculo recogida en estas Directrices fue incorporada a la Circular 2/2016 del Banco de España.
- 4 Las Directrices de la EBA establecen la información que se debe emplear en el cálculo de las puntuaciones. Los datos utilizados por el Banco de España proceden principalmente de los estados de información financiera supervisora (FINREP) en base consolidada.
- 5 Las Directrices de la EBA permiten a las autoridades relevantes elevar o reducir en 75 pb el umbral de referencia estándar de 350 pb. La Circular 2/2016 del Banco de España no modifica ese umbral.
- 6 Véanse BCE. (2016). «Comunicado del Consejo de Gobierno sobre políticas macroprudenciales», de 15 de diciembre, y Banco de España. (2017). «Recuadro 3.1», *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera.
- 7 Véase BCE. (2022). «Comunicado del Consejo de Gobierno sobre políticas macroprudenciales», de 21 de diciembre.

LA REVISIÓN DEL MARCO METODOLÓGICO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA EVALUAR EL COLCHÓN DE CAPITAL PARA OTRAS ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (OEIS) Y SUS IMPLICACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 1
Relación entre la puntuación sistémica y colchones de OEIS (a)

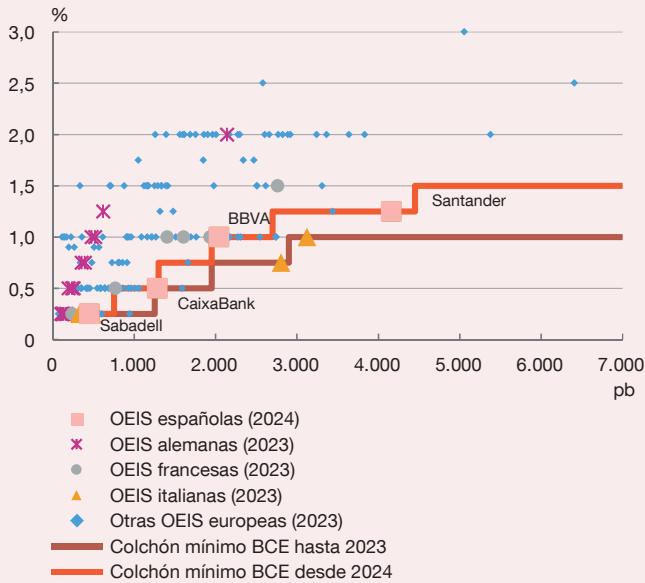


Gráfico 2
Desglose por categoría de indicadores de la puntuación OEIS 2024 (b)

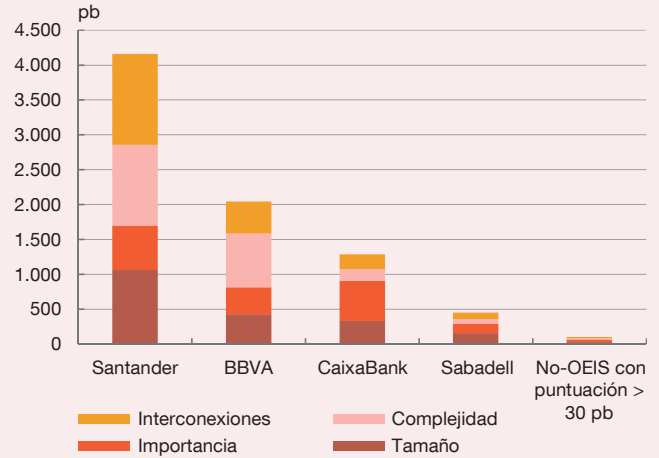


Gráfico 3
Contribución al riesgo sistémico de las OEIS españolas, con respecto a la contribución total de la banca española. Datos 2020-2022 (c)

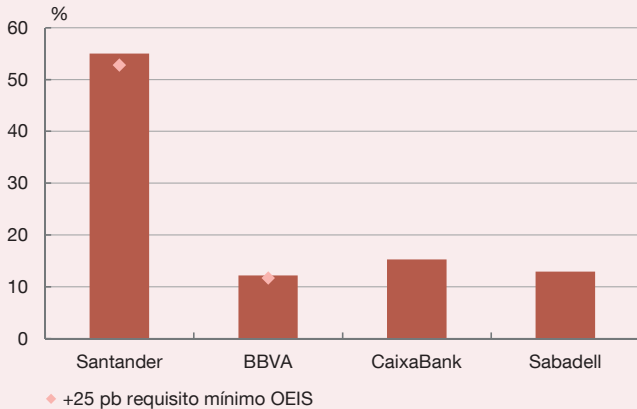
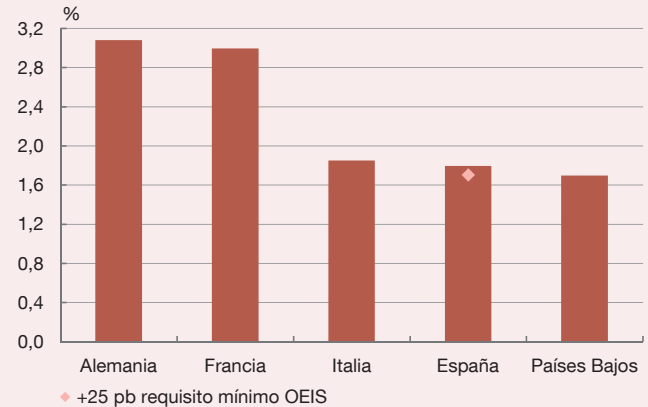


Gráfico 4
Comparación europea de la contribución al riesgo sistémico, medida sobre activo total. Datos 2020-2022 (d)



FUENTE: Banco de España.

- a La puntuación de las entidades españolas se refiere al ejercicio 2024 de OEIS, mientras que la puntuación de las entidades no españolas pertenece al ejercicio 2023. En el eje X se muestra la puntuación de OEIS y en el eje Y el colchón de OEIS requerido.
- b La última columna a la derecha consta con el promedio de los valores de las 16 entidades que aún no superando el umbral de designación (350 pb) tienen una puntuación superior a 30 pb.
- c Las barras representan la contribución al riesgo sistémico de cada entidad (de acuerdo con los requisitos de 2023, antes del incremento de 2024) sobre el activo total consolidado del sector bancario español. Los rombos representan estas contribuciones después de aplicar la revisión para 2024.
- d Las barras muestran las contribuciones al riesgo sistémico de los sistemas bancarios nacionales, expresados en el porcentaje del tamaño del activo consolidado del sector bancario de cada país. El rombo representa la contribución después de aplicar la revisión para 2024. Se han considerado solo las entidades que cotizan en mercados bursátiles

las entidades españolas de los de sus pares de la Unión Bancaria, al conllevar un incremento de 0,25 pp en los colchones para OEIS de Banco Santander, SA, y Banco

Bilbao Vizcaya Argentaria, SA, al tiempo que se mantienen sin cambios los colchones de CaixaBank, SA, y Banco de Sabadell, SA⁸ (véase gráfico 1).

8 Véanse la nota de prensa «El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2024», el artículo del blog del Banco de España «El Banco de España eleva los colchones de capital a los bancos sistémicos» y la «Opinión de la AMCESFI sobre sobre la medida macroprudencial del Banco de España relativa a Otras Entidades de Importancia Sistémica (OEIS) para 2024», todos ellos publicados el 29 de septiembre de 2023.

LA REVISIÓN DEL MARCO METODOLÓGICO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA EVALUAR EL COLCHÓN DE CAPITAL PARA OTRAS ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (OEIS) Y SUS IMPLICACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL (cont.)

Cuadro 1

Comparativa de los marcos metodológicos del BCE y del Banco de España para la fijación de colchones de capital de OEIS

Tramos	Esquema revisado del BCE		Esquema revisado del Banco de España	
	Puntuación (pb)	Porcentaje de colchón mínimo	Puntuación (pb)	Porcentaje de colchón
1	Hasta 750	0,25	Hasta 750	0,25
2	750-1.299	0,50	750-1.299	0,50
3	1.300-1.949	0,75	1.300-1.949	0,75
4	1.950-2.699	1,00	1.950-2.699	1,00
5	2.700-4.449	1,25	2.700-4.449	1,25
6	Más de 4.450	1,50	4.450-5.500	1,50
7	—	—	Más de 5.500	1,75

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

La descomposición de las puntuaciones de las OEIS españolas por componentes o categorías muestra que el tamaño tiende a contribuir más en términos relativos a la sistemicidad de las dos OEIS de menor tamaño — CaixaBank y Sabadell— (véase gráfico 2). En el caso de CaixaBank, destaca además el peso del componente de importancia, que captura su actividad más intensa en préstamos y depósitos al sector privado, así como en la operativa de pagos. Por el contrario, Santander y BBVA son entidades con un modelo de negocio más complejo e interconectado con otras entidades financieras nacionales e internacionales, lo que contribuye a elevar el peso relativo que estas entidades presentan en las categorías de interconexión y complejidad.

Análisis de impacto

La cuantificación del impacto sobre el riesgo sistémico de la introducción de los colchones sobre OEIS puede aproximarse mediante un indicador denominado SRISK⁹. Se trata de una métrica con la que se estima el valor de mercado del déficit de capital de las entidades tras la materialización de una caída significativa en el mercado bursátil, esto es, del capital que las entidades bancarias necesitarían reconstruir después de una crisis financiera severa para volver a cumplir con los requerimientos prudenciales.

Mediante esta metodología, se ha estimado que la introducción de los colchones de OEIS desde 2016 ha

reducido la contribución al riesgo sistémico de las entidades bancarias afectadas por la medida. En particular, aumentar el colchón para OEIS en 1 pp supone una reducción relativa del 16,4 % en el valor del indicador SRISK de la entidad, de acuerdo con las elasticidades obtenidas a partir de modelos econométricos¹⁰. Por tanto, este resultado corroboraría que los colchones para OEIS estarían cumpliendo con su objetivo de reducir la naturaleza sistémica de estas entidades.

En el caso de los aumentos adicionales considerados para 2024, un aumento de 0,25 pp de los colchones de OEIS para Santander y BBVA supondría una disminución relativa de la contribución al riesgo sistémico de estas entidades del 2,25 % y el 0,5 %, respectivamente (véase gráfico 3). Asimismo, considerando el impacto para el conjunto del sistema bancario español, un aumento de 0,25 pp para estas dos entidades supondría una reducción moderada en términos del total activo consolidado del sector en torno a 9 pb (véase gráfico 4).

Sin embargo, el cambio regulatorio puede suponer también costes en el corto plazo para la economía en su conjunto. Para cumplir con las exigencias de capital, estas entidades podrían tener que reservar una parte mayor de los beneficios que generan, acudir a los mercados para emitir capital adicional y/o reducir el crédito proporcionado a sus clientes, lo cual podría suponer una menor provisión de crédito al sector privado. No obstante, nuestras

9 Véase Christian Brownlees y Robert F. Engle. (2017). "SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk". *The Review of Financial Studies*, 30, para más detalles.

10 Véase Carmen Broto, Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk. (2022). "Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?". Documentos de Trabajo, 2243, Banco de España, para más detalles sobre el indicador SRISK y sobre una aplicación empírica que muestra la utilidad de estos colchones para reducir la importancia sistémica de las entidades.

LA REVISIÓN DEL MARCO METODOLÓGICO DEL BANCO CENTRAL EUROPEO PARA EVALUAR EL COLCHÓN DE CAPITAL PARA OTRAS ENTIDADES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA (OEIS) Y SUS IMPLICACIONES PARA EL CASO ESPAÑOL (cont.)

estimaciones indican que los costes del mayor requerimiento serán limitados. Por un lado, Santander y BBVA disponen de un margen de capital por encima de los requerimientos; este margen es suficiente para cumplir desde el primer momento con el aumento, sin

recurrir a las opciones mencionadas en el corto plazo. Por otro lado, incluso si lo hicieran, el impacto negativo sobre el crédito y la actividad económica sería muy reducido, dada la magnitud limitada del aumento requerido.

DIVULGACIÓN DE RIESGOS ESG EN EL MARCO DEL PILAR 3. ENTIDADES ESPAÑOLAS

En los últimos años, los riesgos asociados a factores medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) están ganando relevancia en el sector financiero en general y en el bancario en particular¹. La divulgación de datos consistentes y comparables sobre los mismos es imprescindible para que supervisores, inversores y otros usuarios de la información puedan entender y valorar adecuadamente la exposición de las entidades de crédito a estos riesgos.

Por primera vez, a lo largo del primer semestre de 2023, las entidades de crédito europeas han comenzado a publicar de forma estandarizada información sobre sus riesgos ESG, y lo han hecho bajo el marco de la divulgación prudencial o Pilar 3². Esta divulgación se ha realizado conforme a las plantillas e instrucciones recogidas en la normativa de la Unión Europea (en adelante, el Reglamento)³.

El Reglamento, aplicable a determinadas entidades de crédito de la Unión Europea (UE)⁴, incluye tanto información cualitativa como cuantitativa sobre sus riesgos ESG (véase esquema 1). La información cualitativa aborda cada uno de los aspectos ESG, debiendo las entidades divulgar

cómo están integrando estos riesgos en su estrategia y modelo de negocio, y cuáles son los procedimientos de gobierno interno y control establecidos en torno a ellos. Por su parte, la información cuantitativa se centra en los riesgos derivados del cambio climático —de transición y físicos⁵—, además de incluir medidas mitigadoras.

Respecto al **riesgo de transición**, se reportan distintos indicadores para el crédito a sociedades no financieras (SNF) en la cartera de inversión⁶ y para los préstamos con garantías inmobiliarias. Para las sociedades no financieras en la cartera de inversión, las entidades facilitarán el importe de sus exposiciones frente a sectores altamente contaminantes⁷, englobando este concepto un número significativo de sectores con distintos volúmenes de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), entre los que se incluyen el petróleo, el gas, la minería y el transporte.

Asimismo, se divulgarán también a nivel sectorial las exposiciones mantenidas frente a contrapartes excluidas de los índices de referencia del Acuerdo de París⁸ (esencialmente, compañías cuya actividad está relacionada con la extracción y distribución de combustibles fósiles) y

- 1 Véase EBA (2023). «*Report on the role of environmental and social risks in the prudential framework*». Informe publicado recientemente por la EBA donde pone de manifiesto la importancia de los riesgos medioambientales y sociales y cómo estos están siendo capturados por el marco prudencial actual, recomendando mejoras específicas para acelerar su integración en los requerimientos mínimos de capital.
- 2 El Pilar 3 o divulgación prudencial es uno de los tres pilares que conforman la regulación prudencial bancaria, junto con el Pilar 1 (requerimientos mínimos de capital) y el Pilar 2 (revisión supervisora).
- 3 Véase *Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2453* de la Comisión, de 30 de noviembre de 2022, por el que se modifican las normas técnicas de ejecución establecidas en el *Reglamento de Ejecución (UE) 2021/637* en lo que respecta a la divulgación de información sobre los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza.
- 4 Según la normativa vigente, solo quedan sujetas a estos requerimientos de divulgación las entidades de crédito europeas categorizadas como grandes de acuerdo con el *Reglamento (UE) 575/2013* del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión y que tengan valores admitidos a negociación en un mercado regulado de un estado miembro. En un futuro, estos requisitos se extenderán a todas las entidades, teniendo en cuenta el principio de proporcionalidad.
- 5 Los riesgos de transición son los derivados del proceso de transformación en una economía más sostenible, como consecuencia de cambios políticos, tecnológicos y de mercado. Los riesgos físicos derivan, por una parte, del impacto de fenómenos meteorológicos extremos, como olas de calor o inundaciones (fenómenos agudos), y, de otra, de cambios progresivos a largo plazo en el patrón climático, como una modificación de las precipitaciones o un aumento del nivel del mar (fenómenos crónicos).
- 6 Incluye préstamos, instrumentos de deuda y renta variable mantenidos frente a empresas no financieras, tal y como se definen en el marco de reporte al supervisor FINREP, que las entidades mantengan registrados en la cartera contable de inversión, es decir, excluyendo los activos registrados en la cartera de negociación.
- 7 Estos sectores se definen en el considerando sexto del *Reglamento delegado (UE) 2020/1818* de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el *Reglamento (UE) 2016/1011* del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París. Dentro de los mismos se incluyen todos aquellos que contribuyen de manera significativa al cambio climático, siendo listados en las secciones de la A a la H y la sección L del anexo I del *Reglamento (CE) 1893/2006* del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2.
- 8 Estas contrapartes se definen en el artículo 12 del *Reglamento Delegado (UE) 2020/1818* de la Comisión, de 17 de julio de 2020. En concreto, aquellas que obtengan: i) al menos el 1 % de sus ingresos de la prospección, minería, extracción y distribución o refinado de antracita, hulla y lignito; ii) al menos el 10 % de sus ingresos de la prospección, extracción, distribución o refinado de combustibles líquidos; iii) al menos el 50 % de sus ingresos de la prospección, extracción, distribución o refinado de combustibles gaseosos, o iv) al menos el 50 % de sus ingresos de la producción de electricidad con intensidad de emisiones GEI superior a 100 g de CO₂ eq/kWh.

DIVULGACIÓN DE RIESGOS ESG EN EL MARCO DEL PILAR 3. ENTIDADES ESPAÑOLAS (cont.)

Esquema 1
Divulgación de información sobre riesgos ESG



FUENTE: Banco de España.

- a El *Green Asset Ratio* (GAR, por sus siglas en inglés) proporciona información sobre el grado de alineamiento del balance de una entidad de crédito con el Reglamento de Taxonomía. Las contrapartes no sujetas a la Directiva de Información no Financiera han de incluirse en el denominador, pero no en el numerador de la ratio.
- b El Ratio de Alineación de la Taxonomía de la Cartera Bancaria (BTAR, por sus siglas en inglés), proporciona información sobre el grado de alineamiento del balance de una entidad de crédito con el Reglamento de Taxonomía. Las contrapartes no sujetas a la Directiva de Información no Financiera han de incluirse en el denominador y numerador de la ratio.

las alineadas con el objetivo de mitigación del cambio climático del Reglamento de Taxonomía⁹ (principalmente, inversiones en actividades bajas en carbono, o que faciliten la transición).

Las anteriores métricas se complementan con un desglose por sectores de las emisiones de GEI, junto a medidas del alineamiento de los objetivos de descarbonización fijados por las propias entidades para los sectores más relevantes con los objetivos del Acuerdo de París.

Para la cartera de préstamos garantizados por inmuebles, las entidades proporcionarán información sobre su eficiencia energética.

En cuanto al **riesgo físico**, las entidades publicarán las exposiciones sujetas a fenómenos crónicos y agudos,

desglosadas por sectores y áreas geográficas relevantes.

Finalmente, el Reglamento incluye también información relativa a las acciones mitigadoras del riesgo, tanto de transición como físico, como el *Green Asset Ratio* (GAR), que muestra el porcentaje de los activos de las entidades alineado con el Reglamento de Taxonomía.

La primera fecha de referencia recogida en el Reglamento corresponde a diciembre de 2022, si bien se contemplan distintos elementos de transitoriedad, tal y como se describe en el esquema 1.

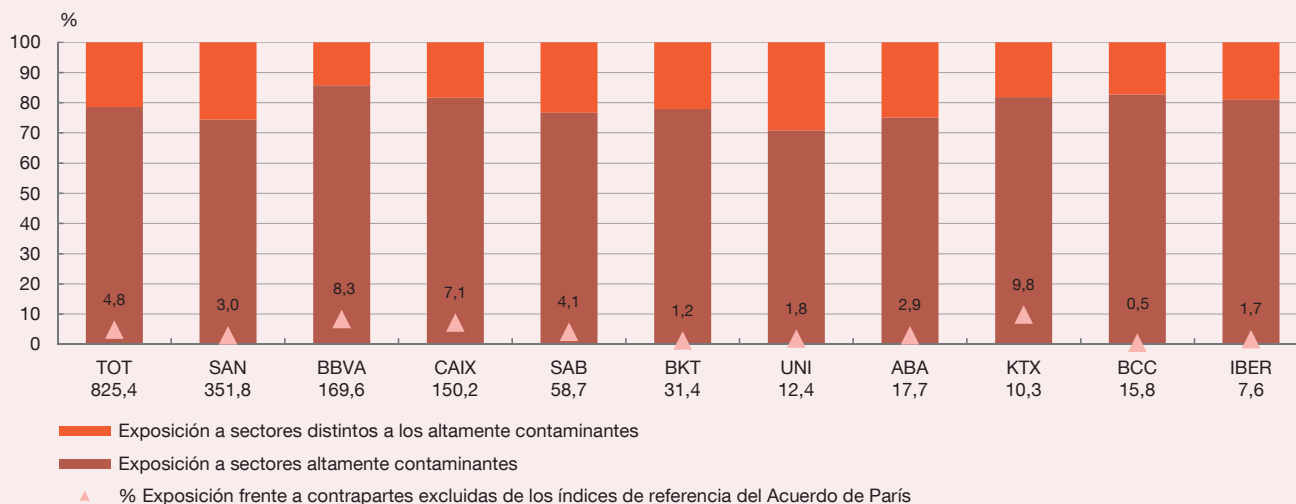
Centrando la atención en los datos de cambio climático, la información publicada por las diez entidades de crédito españolas sujetas al Reglamento¹⁰ se puede

9 Véase Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088 (Reglamento de Taxonomía Europeo).

10 La lista incluye a Banco Santander, BBVA, CaixaBank, Banco Sabadell, Bankinter, Unicaja, Abanca, Kutxabank, Banco de Crédito Social Cooperativo e Ibercaja.

DIVULGACIÓN DE RIESGOS ESG EN EL MARCO DEL PILAR 3. ENTIDADES ESPAÑOLAS (cont.)

Gráfico 1
Riesgo de transición de las exposiciones frente a sociedades no financieras (a)
DC a 31 de diciembre de 2022



FUENTE: Banco de España.

a En el gráfico 1 se indica en el eje de abscisas el nombre de cada entidad y el importe en miles de millones de su exposición total (datos consolidados a 31 de diciembre de 2022).

resumir de la forma que se detalla en los siguientes párrafos.

Riesgos de transición

El gráfico 1 analiza, tanto a nivel agregado como banco a banco, el riesgo de transición de las exposiciones frente a SNF registradas en la cartera de inversión.

Del total de exposición analizada —825,4 miles de millones (mm) de euros en el balance consolidado de las entidades—, aproximadamente un 80 % se destina a los sectores calificados como altamente contaminantes¹¹. Con todas las salvedades que implica la falta de granularidad de la información respecto de la situación individual de las diferentes empresas, estos sectores tendrán que hacer un mayor esfuerzo para «descarbonizar» su actividad. El importe de las exposiciones frente a contrapartes excluidas del acuerdo de París es significativamente menor, alcanzando 39,9 mm de euros, un 4,8 % de la exposición analizada.

Los gráficos 2 y 3 analizan el riesgo de transición asociado al colateral de los préstamos garantizados con inmuebles (residenciales y comerciales), así como de la cartera de adjudicados. Dicho riesgo se mide en términos de la eficiencia energética de la garantía. Los datos se representan en función del certificado de eficiencia energética (CEE)¹² del inmueble (gráfico 2) y del consumo de energía en kWh/m² (gráfico 3). El análisis se ha realizado únicamente para operaciones concedidas dentro de la UE, por considerarse tales datos de mayor calidad. La inversión total analizada bajo este criterio asciende a 631,4 mm de euros.

Se observa que un elevado porcentaje de inmuebles no cuenta todavía con CEE. En el caso de los préstamos con garantía de inmuebles residenciales, que representan un 84 % del total de la cartera garantizada analizada, un 64 % de estas garantías no cuenta con CEE. Este porcentaje asciende al 81 % de las garantías en las hipotecas comerciales, que suponen un 14 % de los préstamos de esta cartera garantizada¹³.

11 Esta cifra difiere significativamente de la recogida en Margarita Delgado (2019). «Transición energética y estabilidad financiera. Implicaciones para las entidades de depósito españolas», *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 37, pp. 9-43, ya que, tal como se ha indicado (véase nota 6), la definición de sector altamente contaminante es particularmente amplia bajo los requisitos del *Reglamento de Ejecución (UE) 2022/2453*, en relación con otras taxonomías más discriminantes entre sectores contaminantes, como la utilizada en el artículo mencionado en esta nota.

12 El CEE es un documento oficial y desde 2013 de carácter obligatorio en la venta y alquiler de inmuebles, con algunas excepciones como garajes, trasteros o terrenos y naves sin oficinas. Este certificado califica un inmueble en función de su consumo anual de energía procedente de fuentes no renovables en kWh/m², así como de sus emisiones de CO₂. La escala de calificación es de 7 letras, variando desde la A (más eficiente) hasta la G (menos eficiente).

13 El patrón observado en los inmuebles adjudicados, con un bajo peso sobre el total de la cartera analizada, es similar al de los préstamos con garantía de inmuebles residenciales.

DIVULGACIÓN DE RIESGOS ESG EN EL MARCO DEL PILAR 3. ENTIDADES ESPAÑOLAS (cont.)

Gráfico 2
Eficiencia energética de los inmuebles usados como colateral en préstamos en la UE de entidades bancarias españolas. CEE (a) (b) (c)

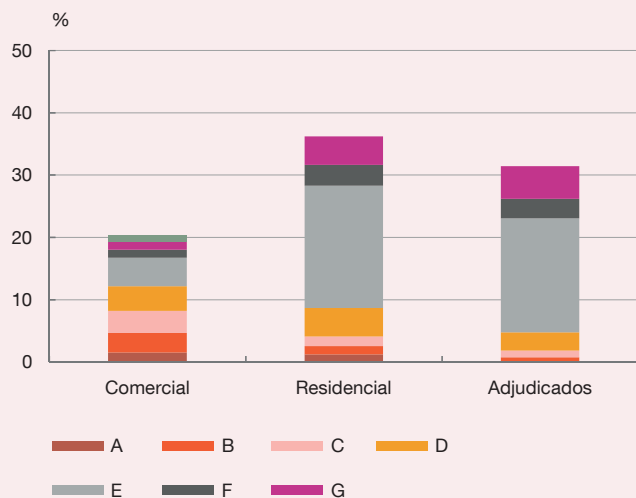
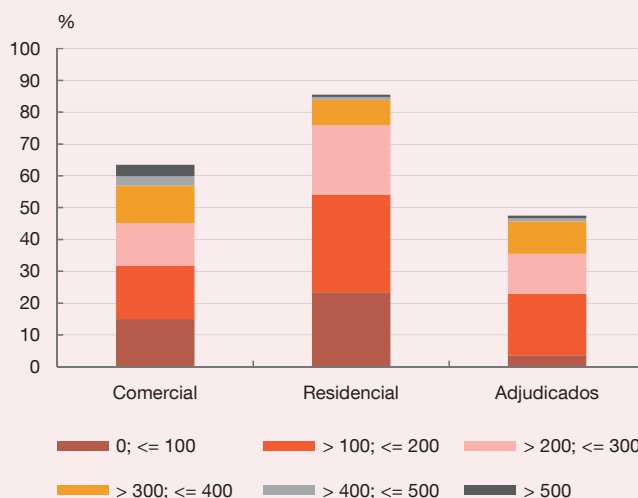


Gráfico 3
Eficiencia energética de los inmuebles usados como colateral en préstamos en la UE de entidades bancarias españolas. kWh/m² (d)



FUENTE: Banco de España.

- a El Certificado de Eficiencia Energética (CEE) es un documento oficial, de carácter obligatorio desde 2013 en la venta y alquiler de inmuebles, con algunas excepciones como garajes, trasteros, o terrenos y naves sin oficinas. Este certificado califica un inmueble en función de su consumo anual de energía procedente de fuentes no renovables en kWh/m², así como de sus emisiones de CO₂. La escala de calificación es de 7 letras, variando desde la A (más eficiente) hasta la G (menos eficiente).
- b En el gráfico 2, el porcentaje de inmuebles sin CEE sobre el total representan, por tipo de inmueble, el 81 % en comercial, el 64 % en residencial y el 69 % en adjudicados.
- c En el gráfico 2, las letras que representan la eficiencia energética del inmueble (de la A a la G) están calculadas sobre el total de los inmuebles (con y sin CEE).
- d En el gráfico 3, el porcentaje de inmuebles sin consumo en kWh/m² estimado sobre el total, representa, por tipo de inmueble, el 37 % en comercial, el 15 % en residencial y el 53 % en adjudicados.

Para las garantías con CEE, en la cartera residencial la etiqueta E es claramente mayoritaria, tanto a nivel agregado (un 20 % del total de garantías residenciales) como para cada uno de los bancos analizados. Las etiquetas de mejor eficiencia energética (A, B y C) representan un 4 % del total de garantías residenciales. En los inmuebles comerciales, de nuevo la letra mayoritaria es la E, pero en este caso la distancia con otras letras no es tan significativa. Las etiquetas de mejor eficiencia energética representan un 8 % del total.

En el gráfico 3 —que incorpora tanto datos reales de CEE como estimados— se puede apreciar el esfuerzo realizado por las entidades para estimar el consumo energético de una parte significativa de sus inmuebles sin certificado. Este ha sido especialmente relevante en el ámbito residencial, donde el porcentaje de inmuebles para los que no se dispone ninguna información sobre su eficiencia energética asciende tan solo al 15 % de lo analizado.

Riesgos físicos

Finalmente, se analizan las métricas de riesgo físico asumido por las entidades. Cabe señalar que —en línea con el alto grado de flexibilidad permitido por el Reglamento— los bancos han usado distintas metodologías y fuentes de datos para identificar este riesgo, lo que puede afectar a la comparabilidad de la información. Ello, unido a la ausencia de reportes anteriores en este sentido, hace que la información deba interpretarse con las debidas cautelas.

Los gráficos 4 y 5 comparan el riesgo físico reportado por cada una de las entidades para sus exposiciones frente a SNF en la cartera de inversión y para la cartera de préstamos garantizados con inmuebles y adjudicados con el total de la exposición declarado para cada una de estas carteras. Se observa cómo la exposición global al riesgo físico alcanza un 11,9 % en el primer caso y un 8,9 % en el

DIVULGACIÓN DE RIESGOS ESG EN EL MARCO DEL PILAR 3. ENTIDADES ESPAÑOLAS (cont.)

Gráfico 4
Exposiciones frente a sociedades no financieras sujetas al riesgo físico

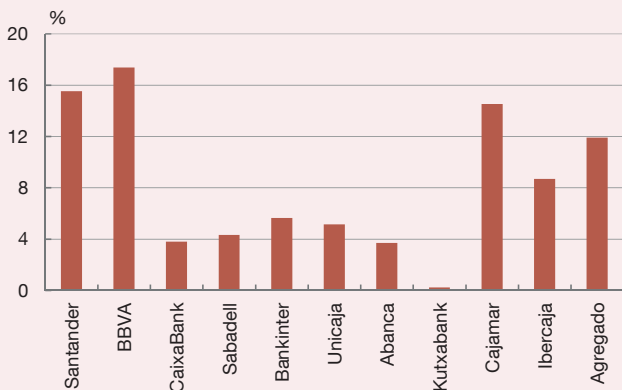
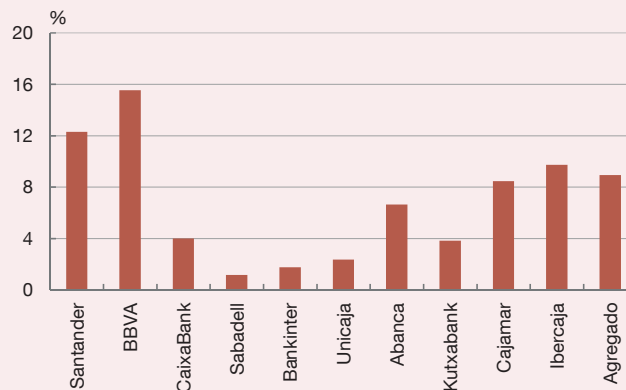


Gráfico 5
Préstamos garantizados por bienes inmuebles (residenciales y comerciales) y adjudicados sujetos al riesgo físico



FUENTE: Banco de España.

segundo. Se observa también en estos gráficos una dispersión notable entre entidades, con valores más altos tanto en las entidades de mayor importancia sistémica como en algunas entidades de menor tamaño dentro del grupo de reporte.

Es necesario incidir en que el análisis realizado es preliminar y exige cautela en su interpretación. Por un lado, porque es la primera vez que las entidades publican información bajo este formato, lo que implica una mayor posibilidad de errores. Y, por otro, porque esta información proporciona una visión todavía incompleta de la exposición a riesgos climáticos. Una parte muy importante de los datos a divulgar bajo el Reglamento no está disponible debido a los períodos transitorios anteriormente mencionados.

Es asimismo esencial considerar que las categorías de exposición al riesgo utilizadas son relativamente amplias, y que posiblemente existe una heterogeneidad relevante en términos de riesgos de impacto entre las empresas e

inmuebles individuales dentro de cada categoría (p. ej., diferencias en el grado de emisiones y en la facilidad de adaptación del proceso productivo por parte de distintas empresas dentro de sectores de elevadas emisiones).

Previsiblemente, con la futura aplicación de la Directiva de Reporte de Sostenibilidad Corporativa, las entidades contarán con datos de mayor calidad de sus contrapartes, lo cual redundará en una mayor calidad de los reportes de Pilar 3. Además, el análisis podrá completarse con el resto de aspectos recogidos en el Reglamento y con evoluciones temporales de los indicadores, lo que permitirá realizar valoraciones más completas y cualificadas.

En cualquier caso, este reporte proporciona información cuantitativa previamente no disponible que señala la importancia de las exposiciones a riesgos climáticos, pero también la necesidad de seguir avanzando en la mejora de bases de datos para lograr una gestión adecuada de dichos riesgos.

Anejo 1

Balance consolidado Entidades de depósito

Activo	jun-23	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	jun-23/jun-22	jun-22	jun-23
		%	%	%
Caja y bancos centrales	430.918	-25,5	13,8	10,4
Entidades de crédito	276.245	14,9	5,7	6,7
Crédito a las Administraciones Públicas	110.701	-0,3	2,6	2,7
Crédito al sector privado	2.327.413	1,4	54,7	56,1
Valores de renta fija	589.809	8,6	12,9	14,2
Otros instrumentos de capital	32.774	-0,2	0,8	0,8
Participaciones	21.529	-4,4	0,5	0,5
Derivados	153.667	-1,9	3,7	3,7
Activo material	58.182	-3,1	1,4	1,4
Resto del activo	146.648	-5,7	3,7	3,5
TOTAL ACTIVO	4.147.886	-1,2	100,0	100,0
PRO MEMORIA				
Financiación al sector privado	2.391.346	1,8	56,0	57,7
Financiación a las Administraciones Públicas	587.845	5,6	13,3	14,2
Activos dudosos totales	83.409	-2,7	2,0	2,0
Ratio de morosidad total	2,3	-1 (b)		

Pasivo y patrimonio neto	jun-23	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	jun-23/jun-22	jun-22	jun-23
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	141.026	-64,9	9,6	3,4
Depósitos de entidades de crédito	348.220	42,0 (b)	5,8	8,4
Depósitos de las Administraciones Públicas	141.670	7,5	3,1	3,4
Depósitos del sector privado	2.433.797	1,5	57,1	58,7
Valores negociables y financiación subordinada	470.650	12,3	10,0	11,3
Derivados	144.473	-4,3	3,6	3,5
Provisiones (incluye pensiones)	22.249	-7,6	0,6	0,5
Resto del pasivo	183.604	5,1	4,2	4,4
TOTAL PASIVO	3.885.690	-1,5	94,0	93,7
PRO MEMORIA				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	88.092	-69,6	6,9	2,1
Fondos propios	303.890	4,3	6,9	7,3
Intereses minoritarios	12.208	6,8	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-53.902	2,2	-1,3	-1,3
TOTAL PATRIMONIO NETO	262.197	4,8	6,0	6,3
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	4.147.886	-1,2	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de junio de 2023.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada
Entidades de depósito

	jun-23		jun-22	jun-23
	m€	% var. jun-23 / jun-22	% ATM	% ATM
Productos financieros	94.677	71,6	2,71	4,61
Costes financieros	48.578	157,2	0,93	2,37
Margen de intereses	46.099	27,0	1,78	2,25
Rendimiento de los instrumentos de capital	872	13,5	0,04	0,04
Margen de intermediación	46.972	26,7	1,82	2,29
Resultados de entidades por el método de la participación	1.839	6,8	0,08	0,09
Comisiones netas	15.045	2,6	0,72	0,73
Resultado de operaciones financieras	2.528	-1,0	0,13	0,12
Otros resultados de explotación (neto)	-2.442	122,6	-0,05	-0,12
Margen bruto	63.942	16,5	2,69	3,12
Gastos de explotación	28.143	9,1	1,27	1,37
Margen de explotación	35.799	23,0	1,43	1,74
Pérdidas por deterioro	9.753	26,8	0,38	0,48
Otras dotaciones a provisiones (neto)	1.893	41,3	0,07	0,09
Otros resultados (neto)	-2.252	-7,0	-0,12	-0,11
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	21.900	24,1	0,87	1,07
Resultado neto	15.622	25,0	0,61	0,76
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	14.779	26,2	0,57	0,72

FUENTE: Banco de España.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Fecha de cierre de datos: 23 de octubre de 2023.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023
ISSN: 1698-871X (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	LGD	Loss given default (Pérdida en caso de impago)
ACBP	Antiguo Código de Buenas Prácticas 2012	LGJV	Vehículos de financiación de los gobiernos locales
APR	Activos ponderados por riesgo	LSI	Less significant institutions (Entidades menos significativas)
AT1	Additional Tier 1 Capital (Capital adicional de nivel 1)	LSTI	Loan service to income
ATM	Activos totales medios	LTI	Loan to income
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	LTP	Loan-to-price (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
BCE	Banco Central Europeo	LTV	Relación préstamo-valor
BCP	Basel Core Principles	m	miles
BPI	Banco de Pagos Internacionales	MiCA	Reglamento de Mercado de criptoactivos
CBP	Código de Buenas Prácticas	mm	miles de millones
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria	MMSR	Money market statistical reporting (Reglamento de Mercado de criptoactivos)
CBT	Central de balances trimestral	MPE	Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE
CCA	Colchón de capital anticíclico	MREL	Minimum required eligible liabilities
CCC	Colchón de conservación de capital	MUR	Mecanismo Único de Resolución
CEE	Certificado de eficiencia energética	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CET1	Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)	NBER	National Bureau of Economic Research
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	NCBP	Nuevo Código de Buenas Prácticas 2022
CMDI	Crisis Management and Deposit Insurance	NGEU	Next generation European Union
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	NSFR	Net Stable Funding Ratio (Ratio de financiación estable neta)
CoCo	Contingent Convertible bond (bono convertible contingente)	OCC	Office of the Comptroller of the Currency
COE	Cost of equity (coste de capital)	OECD	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CPMI	Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados	OIS	Overnight interest swap
CRD	Capital Requirements Directive	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
CRR	Capital Requirements Regulation	OPEP+	Organización de Países Exportadores de Petróleo ampliada
CSCCA	Componente sectorial del colchón de capital anticíclico	OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
DeFi	Finanzas descentralizadas	OTC	Over the counter
DI	Datos individuales	p	Percentil
DLT	Distributed Ledger Technology	pb	Puntos básicos
DTA	Debt to assets (valores de deuda sobre activos)	PD	Probability of default (probabilidad de impago)
EBA	European Banking Authority (Autoridad Bancaria Europea)	PEPP	Programa de Compras de Emergencia para la Pandemia
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
ECB	European Central Bank	PIB	Producto interior bruto
ECC	Entidades de contrapartida central	PII	Posición de inversión internacional
ED	Entidad de depósito	PMI	Purchasing managers' index
EDIS	European Deposit Insurance Scheme (Sistema europeo de garantía de depósitos)	pp	Puntos porcentuales
EEE	Espacio económico europeo	PRA	Autoridad de Regulación Prudencial
EFC	Establecimiento financiero de crédito	PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	RBD	Renta bruta disponible
ENF	Empresa no financiera	RD	Real Decreto
EPB	Encuesta sobre Préstamos Bancarios	RDL	Real Decreto-ley
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	Repo	Acuerdo de recompra
ESG	Ambiental, social y de gobernanza	ROA	Return on assets (rentabilidad sobre el activo)
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	ROE	Return on equity (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ESRB	European Systemic Risk Board	S	Semestre
€STR	Euro short-term rate (tipo de interés a corto plazo del euro)	S&P	Standard & Poor's
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation, US (Corporación Federal de Seguro de Depósitos de Estados Unidos)	S1/S2/S3	Stage 1 / Stage 2 / Stage 3
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos	SA	Sociedad anónima
FINMA	Autoridad suiza supervisora del mercado financiero	SAFE	Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas del área del euro
FL	Fully loaded	SARS-CoV-2	Severe Acute Respiratory Syndrome CoronaVirus 2
FLESB	Forward-looking exercise on Spanish banks	SCR	Solvency capital requirement (capital obligatorio de solvencia)
FMI	Fondo Monetario Internacional	SHSG	Securities Holdings Statistics Group
FMM	Fondos del mercado monetario	SNF	Sociedad no financiera
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera	SNP	Senior non-preferred
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional	SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión inmobiliaria
GAR	Green Asset Ratio	SREP	Supervisory Review and Evaluation Process (proceso de revisión y evaluación supervisora)
GEI	Gases de efecto invernadero	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
G-SIB»	Banco de importancia sistémica mundial (global systemically important bank)	T/TR	Trimestre
HQLA	High Quality Liquid Assets (Activos líquidos de alta calidad)	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE	Unión Europea
IEF	Informe de estabilidad financiera	UEM	Unión Económica y Monetaria
IFNB	Intermediación financiera no bancaria	VAB	Valor añadido bruto
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VAR	Vector autorregresivo
INE	Instituto Nacional de Estadística	WEO	World Economic Outlook
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores		
IPC	Índice de precios de consumo		
IRS	Indicador de riesgo sistémico		
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares		
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico		
JUR	Junta Única de Resolución		
LCCTE	Ley 7/2021 de Cambio Climático y Transición Energética		
LCR	Liquidity Coverage Ratio (Ratio de cobertura de liquidez)		

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AT	Austria	DE	Alemania	JP	Japón	RO	Rumanía
AU	Australia	DK	Dinamarca	KR	Corea del Sur	SE	Suecia
BE	Bélgica	EE	Estonia	KY	Islas Caimán	SI	Eslovenia
BG	Bulgaria	ES	España	LT	Lituania	SK	Eslovaquia
BR	Brasil	FI	Finlandia	LU	Luxemburgo	TR	Turquía
CA	Canadá	FR	Francia	LV	Letonia	US	Estados Unidos
CH	Suiza	GB	Reino Unido	MT	Malta		
CL	Chile	GR	Grecia	MX	México		
CN	China	HU	Croacia	NL	Holanda		
CY	Chipre	HU	Hungría	NO	Noruega		
CZ	República Checa	IE	Irlanda	PL	Polonia		
		IT	Italia	PT	Portugal		